



FACULDADE DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS – FASA
CURSO: BACHARELADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS
ÁREA: CONTABILIDADE SOCIETÁRIA

A LEI Nº 10.303/2001 E OS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

RODRIGO GRECO DE MORAIS
RA Nº 2048936/3

PROF. ORIENTADOR: JOÃO ALBERTO DE ARRUDA

Brasília/DF, outubro de 2007

RODRIGO GRECO DE MORAIS

A LEI Nº 10.303/2001 E OS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Monografia apresentada como um dos requisitos
para conclusão do curso de Ciências Contábeis
do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Professor Orientador: João Alberto de Arruda.

**Brasília
2007**

RODRIGO GRECO DE MORAIS

A LEI Nº 10.303/2001 E OS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

Monografia apresentada como um dos requisitos para conclusão do curso de Ciências Contábeis do UniCEUB – Centro Universitário de Brasília.

Professor Orientador: João Alberto de Arruda.

Banca Examinadora:

Prof. João Alberto de Arruda
Orientador

Prof. João Amaral de Medeiros
Examinador

Prof. Marcellus Egydio de Lima
Examinador

Brasília/DF, novembro de 2007.

AGRADECIMENTO

Agradeço ao professor João Alberto Arruda, pelo apoio e orientação concedida para a realização deste trabalho.

À minha esposa, familiares e amigos pelo apoio, paciência e incentivo.

Aos demais professores e colegas de graduação que, sem dúvida, contribuíram para a conclusão deste trabalho.

*“É muito melhor arriscar coisas grandiosas,
alcançando triunfo e glória, mesmo
expondo-se à derrota, do que formar fila
com os pobres de espírito que nem gozam
muito, nem sofrem muito, porque vivem
numa penumbra cinzenta e não conhecem
vitória nem derrota”*

Theodore Roosevelt

RESUMO

O presente trabalho pretende averiguar se a reforma realizada pela lei nº 10.303/01 na lei das sociedades anônimas efetivamente representou um avanço para os acionistas minoritários. Por meio de pesquisa bibliográfica, são evidenciados os elementos essenciais que caracterizam os acionistas, a identificação dos direitos dos acionistas minoritários, e a análise dos dispositivos alterados e acrescentados pela lei nº 10.303/01 à luz desses direitos. No desenvolvimento são analisadas as inovações da lei de 2001 referentes à distribuição de lucros, ao prazo para a convocação de assembléia, ao acesso aos Conselhos de Administração e Fiscal, ao direito de recesso, à alienação do controle e ao fechamento do capital, tendo como enfoque o acionista minoritário. Ao final, conclui-se que a lei nº 10.303/01 estabeleceu mecanismos de proteção ao acionista minoritário em todos os aspectos abordados no presente trabalho, tendo por reflexos o aprimoramento do mercado de capitais no Brasil e o incentivo à participação neste.

PALAVRAS-CHAVE: Contabilidade Societária; Acionista Minoritário; Sociedades Anônimas.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	8
2 ACIONISTAS E SEUS DIREITOS E DEVERES.....	10
2.1 Definições de Ações e Acionistas	10
2.2 Direitos e Deveres dos Acionistas	13
3 A LEI Nº 10.303/01 E OS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	17
3.1 Direito de Participação nos Lucros	17
3.2 Prazo para Convocação de Assembléia	20
3.3 Acesso ao Conselho de Administração	21
3.4 Acesso ao Conselho Fiscal.....	24
3.5 Direito de Recesso	26
3.6 Alienação do Controle.....	28
3.7 Fechamento do Capital Social	31
4 CONCLUSÃO	35
5. REFERÊNCIAS.....	37

1 INTRODUÇÃO

Ao longo do século XX, buscou-se incentivar o crescimento do mercado de capitais brasileiro, propagando-se aos investidores a idéia de que a canalização de seus recursos para esse mercado se apresentava como uma alternativa de investimento rentável, moderna e propícia ao desenvolvimento econômico e produtivo do País. Nesse contexto, insere-se a edição da lei nº 6.404, de 1976, denominada como “Lei das S/A”, a qual visava atualizar as regras que então regiam as sociedades anônimas.

A partir da década de 1990, com a abertura da economia brasileira e o controle da inflação, o mercado acionário brasileiro recebeu um estímulo para a entrada de novos investidores nacionais e estrangeiros, pessoas físicas e jurídicas, assim como para que empresas decidam pela abertura seus capitais, atraídas para a bolsa como alternativa maior e mais barata de captar recursos.

Para o pleno desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro é de importante a existência de um arcabouço legal que discipline adequadamente as relações entre os diversos acionistas de uma companhia. A legislação deve se voltar para o provimento de equilíbrio justo nas relações de poder, coibir práticas abusivas por parte dos acionistas controladores e conferir mecanismos de representação e de salvaguarda aos acionistas minoritários. Contudo, deve estabelecer mecanismos sem provocar ingerência excessiva e desnecessária por parte dos minoritários, a ponto de obstruir a condução dos negócios da companhia.

Em 31 de outubro de 2001, promulgou-se a Lei nº 10.303, a qual atualizou a lei das sociedades anônimas ao reformar e acrescentar diversos dispositivos, principalmente no que concerne aos direitos dos acionistas minoritários. Impõe-se a seguinte questão: as alterações impostas à lei nº 6.404/76, pela lei nº 10.303/01, representou um avanço na proteção dos direitos dos acionistas minoritários?

O presente trabalho tem por objetivo verificar se as inovações da Lei nº 10.303/01 conferiram maior proteção aos direitos dos acionistas minoritários. Para que se alcance esse objetivo geral, são evidenciados como objetivos específicos ao longo dos dois capítulos do trabalho: o levantamento dos elementos essenciais que

caracterizam os acionistas; a identificação dos direitos dos acionistas minoritários; e a verificação se os dispositivos alterados ou incluídos pela lei nº 10.303/01, propiciaram proteção aos acionistas minoritários.

O trabalho foi dividido em dois capítulos, sendo que o primeiro busca conceituar as diferentes ações emitidas por uma companhia, os tipos e classificações de acionistas, seus deveres e os direitos comuns a todos os detentores de ações.

No segundo capítulo são demonstradas as principais alterações advindas com a lei nº 10.303/01 no que tange especificamente aos direitos dos acionistas minoritários. Discorre-se sobre a distribuição de dividendos, prazo para a convocação de assembléias, acesso ao Conselho de Administração e ao Conselho Fiscal, direito de recesso, alienação do controle e fechamento do capital social.

Para o desenvolvimento do trabalho foi utilizada como metodologia a pesquisa bibliográfica, em livros e nas leis envolvidas.

2 ACIONISTAS E SEUS DIREITOS E DEVERES

O capital social das sociedades anônimas representa todo o investimento realizado na empresa por seus proprietários (MARION, 2006) e é dividido em ações. Tais ações representam a menor parcela do capital social e possuem o mesmo valor nominal.

Conforme tenha suas ações negociadas em bolsa de valores ou não, a sociedade anônima pode ser caracterizada, respectivamente, como aberta ou fechada. As ações são títulos negociáveis e, assim sendo, normalmente ocorre a concentração de maior número de ações em poder de um acionista, de grupo de acionistas, ou mesmo de outra companhia. Daí a existência dos denominados acionistas controladores e, em contraposição, os acionistas minoritários.

É necessário diferenciar, à luz da legislação societária brasileira, acionista controlador de acionista minoritário.

2.1 Definições de Ações e Acionistas

O art. 15 da lei nº 6.404/76 classifica as ações nas espécies ordinárias, preferenciais ou de fruição, segundo a natureza dos direitos ou vantagens que conferem a seus titulares. Essas espécies poderão ser subdivididas em classes.

As ações ordinárias, de emissão obrigatória pela sociedade, são aquelas que conferem apenas os direitos comuns de acionista sem privilégios ou vantagens, tendo o direito de voto assegurado (TOMAZETTE, 2003).

Ações preferenciais são as que possuem algum privilégio ou vantagem de ordem patrimonial (TOMAZETTE, 2003). Essas vantagens ou preferências, segundo o art. 17 da lei societária, podem consistir em: prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo; no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou a combinação de ambas vantagens.

A lei nº 6.404/76, no § 2º do art. 17, confere ao estatuto a faculdade de estabelecer outras preferências ou vantagens que não as relatadas no parágrafo

anterior às ações preferenciais. A mesma lei em seu art. 111 dispõe que o estatuto poderá deixar de conferir a essas ações alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive no que se refere ao exercício do direito de voto, podendo restringi-lo total ou parcialmente.

As ações de fruição são aquelas que foram integralmente amortizadas pela sociedade, mas sem que ocorra correspondente redução do capital social. Para Tomazette (2003), esse tipo de ação representa uma espécie de dividendo extraordinário em benefício do acionista, sendo que após a amortização integral, as ações não representam parcela do capital social, mas apenas parcela do patrimônio social.

De acordo com Tomazette (2003), acionista é o titular de ações da companhia, sendo o principal interessado nos resultados da mesma. Dependendo de suas expectativas e intenções ao adquirir as ações de uma companhia, os acionistas são classificados pela doutrina em três tipos: empresário, rendeiro e especulador.

O acionista empresário é aquele interessado na gestão da companhia (TOMAZETTE, 2003). Haja vista o poder de voto e, por conseguinte, a capacidade de influenciar no rumo da sociedade, o acionista empresário é detentor de ações ordinárias.

Para Coelho (1999 apud TOMAZETTE, 2003, p. 308), os acionistas rendeiros e especuladores são denominados de investidores. Os rendeiros são aqueles cuja maior preocupação é com a distribuição de dividendos pela companhia e, portanto, a renda que lhes é proporcionada pela ação. As ações preferenciais são, normalmente, adquiridas por esses acionistas. Os acionistas especuladores somente se preocupam com a obtenção de resultados advindos da negociação de suas ações no mercado de capitais, sem dar maior atenção a aspectos como a gestão da sociedade ou a percepção de dividendos.

A legislação societária brasileira define acionista controlador, em seu art. 116, como a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da Assembléia Geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. De acordo com o

mencionado dispositivo legal, o acionista controlador é aquele que usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Para Ribeiro (2005), maioria é o controlador, aquele que de fato tem o poder decisório e dirige a sociedade e minoria os que estão afastados do poder, dentro da sociedade.

Segundo Bulgarelli (1977 apud RIBEIRO, 2005, p. 15), minoria não se refere a uma noção quantitativa, mas a uma relação de poder, que não corresponde ao número de pessoas, nem de ações, necessariamente. Minoria é o acionista ou conjunto de acionistas que, na Assembléia Geral, detém participação em capital inferior àquela de um grupo oposto.

Rayes (2003), conclui que acionista minoritário é aquele portador de ações ordinárias que não integra o grupo de controle.

Ressalte-se que para exercer o controle, não é necessário que o acionista ou o grupo de acionistas detenha 50% mais uma das ações ordinárias de uma companhia. Quando há pulverização das ações no mercado, sem que haja a concentração de mais da metade das ações com direito a voto da companhia em poder de um acionista ou grupo, é possível o exercício do controle por acionistas que possuam menos da metade das ações com direito a voto. Esse é o entendimento de Tomazette (2003), quando afirma que o acionista ou grupo controlador não precisa ter mais de 50% das ações com direito a voto, bastando conseguir a maioria dos votos nas deliberações. Surge, assim, o dito controle minoritário que seria exercido por titulares de menos da metade das ações com direito a voto.

Tendo-se por base o conceito dado pelo art. 116 da lei nº 6.404/76, de que o controle ou não de uma sociedade se refere à detenção da maioria dos votos nas deliberações da sociedade e uma conseqüente capacidade de definir os rumos da companhia, poder-se-ia inferir que a contraposição entre os controladores e os minoritários estaria restrita aos acionistas empresários, ou seja, àqueles possuem ações com direito de voto.

A legislação societária somente apresenta em seção específica o conceito de acionista controlador, sem adotar posicionamento claro sobre o que seria acionista

minoritário e, por conseguinte, se sua definição abrangeria aqueles acionistas detentores de ações preferenciais. Segundo Tomazette (2003), essa noção técnica de quem são os minoritários não é usada na legislação, que usa a expressão abrangendo todos os acionistas que não são controladores, o que incluiria os titulares de ações sem direito a voto.

Amendolara (2002) cita que a própria lei societária em seus 300 artigos não é unívoca no tratamento do conceito das minorias. Às vezes refere-se a elas sob a expressão Capital Social para dizer que também detêm aqueles direitos os preferencialistas.

O mesmo autor lembra que a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, no art. 3º da Instrução nº 361/02, que dispõe sobre a oferta pública de ações por ocasião do cancelamento do registro de companhia aberta, as ações em circulação são conceituadas como aquelas emitidas pela companhia objeto, excetuadas as ações detidas pelo acionista controlador, por pessoas a ele vinculadas, por administradores da companhia objeto, e aquelas em tesouraria. Logo, o conceito dado pela referida Instrução abrange os acionistas preferencialistas.

O § 1º do art. 111 da lei nº 6.404/76 confere às ações preferenciais o direito de voto, excepcionalmente, se a companhia deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, pelo prazo previsto no estatuto, não podendo esse prazo ser superior a três exercícios consecutivos. O direito de voto seria concedido a essas ações até o pagamento dos dividendos.

Embora pela leitura do art. 116 da lei nº 6.404/76 não se possa incluir tecnicamente os detentores de ações preferenciais no conceito de acionistas minoritários, quando da análise dos direitos desses últimos nesse trabalho, serão considerados os direitos dos preferencialistas como equivalentes aos daqueles possuidores de ações ordinárias e componentes da minoria, a não ser nos casos em que a lei societária claramente os diferencie.

2.2 Direitos e Deveres dos Acionistas

O art. 109 da lei nº 6.404/76 estabelece os direitos essenciais de todos os acionistas, determinando que esses não podem ser suprimidos pelo estatuto social da companhia e tampouco pela Assembléia Geral. São direitos essenciais:

- a) Participar dos lucros sociais;
- b) Participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
- c) Fiscalizar a gestão dos negócios sociais;
- d) Preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição;
- e) Retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei.

A participação nos lucros da sociedade é o objetivo essencial de todos os acionistas. A partir do momento em que o acionista destina seus recursos para determinada sociedade, esta adquire meios para a consecução de suas atividades e realização do seu objeto. Em contrapartida, o acionista recebe o direito de participar nos lucros advindos da atividade da empresa, como compensação por sua contribuição para a formação do capital.

No caso de liquidação da sociedade, o acionista possui o direito de participar do acervo. Tomazette (2003) lembra que tal direito é condicionado à ocorrência da liquidação e à existência de saldo após o pagamento do passivo da sociedade. Da mesma forma, pode ocorrer desigualdade nessa participação, pois há a possibilidade de que existam ações preferenciais com prioridade na participação do acervo.

O direito à fiscalização da gestão dos negócios sociais é importante aos acionistas, principalmente àqueles privados da gestão. Coelho (1999 apud TOMAZETTE, 2003, p. 321) assinala que, além da existência de um Conselho Fiscal, tal direito se materializa também no acesso aos livros da sociedade, na prestação de contas dos administradores, na deliberação acerca da aprovação das demonstrações financeiras e na realização da auditoria independente. A escolha dos auditores independentes recai sobre o Conselho de Administração, sendo que o Conselho Fiscal, por qualquer de seus membros, pode pedir informações, esclarecimentos ou solicitar a apuração de fatos específicos.

Tomazette (2003) ensina que o direito à preferência na subscrição de ações, de partes beneficiárias e debêntures conversíveis em ações e no bônus de subscrição visa resguardar a posição do acionista na sociedade, de forma a não alterar seus direitos.

Também elencado como direito essencial de todos os acionistas, a possibilidade de se retirar da sociedade é facultada ao acionista quando seus interesses são afetados. Esse direito está condicionado na própria lei, que determina quais são os casos e condições para que os acionistas o exerçam.

O § 3º do art. 109, acrescentado à lei societária pela lei nº 10.303/01, representa medida salutar para a resolução de conflitos entre os acionistas e a companhia ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, determinando que o estatuto pode prever a utilização de arbitragem. Segundo Rayes (2005), a arbitragem se trata de um mecanismo pelo qual as partes submetem a resolução de seus litígios a um juízo arbitral, alternativamente ao Poder Judiciário.

A lei nº 10.303/01 manteve os direitos essenciais previstos pelo artigo 109, inclusive a impossibilidade de que sejam suprimidos pelo estatuto ou pela Assembléia Geral da sociedade. Ao mesmo tempo, a faculdade de adoção do instituto da arbitragem, inserida no parágrafo 3º, oferece aos acionistas meio mais célere, sigiloso e técnico para a resolução de seus conflitos em comparação com a via do Poder Judiciário (RAYES, 2005).

Os deveres dos acionistas previstos na lei nº 6.404/76 são direcionados essencialmente ao acionista controlador. O parágrafo único do art. 116 estabelece que esse acionista deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar seu objeto e cumprir sua função social, tendo deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua.

No art. 117, a legislação societária enumera diversos atos praticados pelo acionista controlador configuradores de abuso de poder, dentre os quais, citam-se a liquidação de sociedade próspera, a orientação da companhia para fins estranhos ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, e a omissão na apuração de denúncias das quais tenha conhecimento.

A lei nº 6.404/76, ao estabelecer os deveres do acionista controlador no art. 116 e ao tipificar as hipóteses de abuso do poder por parte deste, conferiu aos acionistas minoritários importante orientação para a proteção de seus direitos. A posição de controle deve se refletir em adequada e correta condução dos negócios da companhia pelo controlador. Os acionistas minoritários devem ser resguardados da ocorrência de desvios do controlador no direcionamento da sociedade.

3 A LEI Nº 10.303/01 E OS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

A lei nº 10.303/01, com a finalidade de aprimorar o mercado de capitais brasileiro e as práticas societárias, promoveu significativas alterações e novas regulamentações nos dispositivos da lei nº 6.404/76. Diversos dispositivos inovaram as relações entre os acionistas das companhias abertas, com foco na dicotomia acionista controlador-acionista minoritário.

A questão que se impõe é se as alterações e inclusões na lei societária, advindas com a edição da lei nº 10.303/01, favoreceram ou prejudicaram os acionistas minoritários no exercício de seus direitos, previstos em diversas matérias e práticas das sociedades anônimas.

3.1 Direito de Participação nos Lucros

O direito de participação nos lucros, além de se tratar de direito essencial a todos os acionistas, representa grande atrativo para que os investidores aportem seus recursos à companhia, mediante a subscrição de ações.

O art. 202 da lei nº 6.404/76 dispõe a respeito da percepção de dividendo obrigatório pelos acionistas, podendo o dividendo ser estabelecido no estatuto como parcela dos lucros. Para Rayes (2005), a instituição do direito obrigatório na lei das sociedades anônimas representou proteção ao acionista minoritário, dado que anteriormente à entrada em vigor da lei, os lucros sociais eram sempre capitalizados em detrimento da distribuição de dividendos.

No texto original do art. 202, caso o estatuto não estabelecesse uma parcela dos lucros a ser distribuída como dividendo, este seria equivalente à metade do lucro líquido, diminuído da quantia destinada à constituição da reserva legal, da reserva de contingência e da reserva de lucros a realizar. Deveriam ser acrescentados ao lucro líquido a reversão da reserva de contingências e os lucros que antes faziam parte da reserva de lucros a realizar e que tenham sido realizados no exercício.

Segundo Marion (2006), a finalidade da constituição da reserva de lucros é evitar a distribuição de dividendos sobre uma parcela do lucro que não foi realizada

financeiramente. Ainda sobre a reserva de lucros a realizar, Rayes (2005, p. 133) acrescenta que:

(...) tem a finalidade de não expor a companhia a dificuldades financeiras, possibilitando o diferimento dos lucros auferidos economicamente, mas que em termos financeiros ainda não foram materializados (...).

Pela redação anterior do art. 202, o dividendo obrigatório no caso de estatuto omissivo era substancialmente reduzido devido à constituição da reserva de lucros a realizar, não importando se a empresa tivesse realizado financeiramente uma parcela do lucro superior ao dividendo efetivamente distribuído.

Carvalhosa e Eizirik (2002 apud RAYES, 2005, p. 134) expõem que com a constituição da reserva de lucros a realizar, da forma anteriormente prevista pela lei, o valor do dividendo obrigatório era diminuído, apesar de a companhia possuir lucros financeiramente realizados e suficientes para o pagamento do dividendo obrigatório, caso sua base de cálculo não houvesse sido reduzida.

Com a nova redação conferida pela lei nº 10.303/01, o artigo 202 passou a determinar que somente será constituída a reserva de lucros a realizar caso o valor da parcela do lucro não realizado supere o dividendo obrigatório. Dessa forma, aprimorou-se o ajuste efetuado no lucro líquido para fins de distribuição do dividendo obrigatório aos acionistas minoritários, impedindo que a empresa deixe de distribuir o montante que seria efetivamente devido, dado que a parcela do lucro realizado assim o permite.

Rayes (2005, p. 134) conclui que, com a nova redação:

(...) deve-se apurar, em primeiro lugar, o valor do dividendo mínimo obrigatório, sem que de sua base de cálculo seja deduzido de antemão o montante dos lucros não realizados financeiramente.

O § 2º do art. 202 da Lei das Sociedades Anônimas, o qual teve sua redação mantida pela lei nº 10.303/01, estipula que caso a Assembléia Geral decida alterar o estatuto omissivo, o dividendo obrigatório a ser estabelecido não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Deve-se lembrar, contudo, que quando o estatuto estabelecer originariamente a parcela do lucro líquido que será distribuída

como dividendo, não há qualquer limite mínimo imposto pela lei. Nesse caso, a parcela pode ser, inclusive, inferior a 25% do lucro líquido ajustado. Devido a essa discricionariedade, Rayes (2005) admite que a proteção ao acionista minoritário se torna bastante relativa, dependendo da previsão no estatuto ou não da parcela que será distribuída como dividendo. Caberia aos acionistas minoritários aceitar a parcela definida no estatuto, sendo que a alteração do percentual por meio da Assembléia Geral seria dificultada devido à detenção da maioria dos votos pelos controladores.

O art. 202, em seu § 3º, estabelecia que a distribuição de dividendo poderia ser inferior ao obrigatório ou que a companhia poderia reter todo o lucro, desde que não houvesse oposição de nenhum acionista presente à Assembléia Geral. No entanto, tal comando se restringia às companhias fechadas, sem apresentar quaisquer outras condições.

A lei nº 10.303/01 alterou o § 3º do art. 202, estendendo sua regra às companhias abertas, desde que voltadas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ação. Carvalhosa e Eizirik (2002 apud RAYES, 2005, p. 137-138) comentam que:

Tal possibilidade fundamenta-se no fato de a estrutura acionária das companhias abertas que emitiram publicamente apenas debêntures simples ser semelhante à das companhias fechadas. (...) Assim, não tendo havido captação de poupança pública para aplicação em ações, não se justifica a proteção aos investidores minoritários representada pela obrigatoriedade da distribuição do dividendo mínimo. Além disso, para os debenturistas, (...) é mais vantajoso que a companhia distribua dividendos em valores inferiores, visto que, desta forma, estará retendo recursos que servirão para garantir o futuro pagamento da remuneração e do principal das debêntures.

No que se refere às companhias fechadas, a lei nº 10.303/01 acrescentou que a possibilidade de distribuição de dividendos inferior ao obrigatório ou de retenção total do lucro por parte destas, somente será possível se não forem controladas por companhias abertas que não sejam voltadas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ação.

Com isso, aprimorou-se o comando do § 3º do art. 202, excluindo a possibilidade de que os acionistas minoritários da companhia controladora deixassem

de receber os lucros advindos das controladas. No texto anterior da lei nº 6.404/76, a decisão acerca da distribuição ou não do dividendo obrigatório das controladas era essencialmente decisão do acionista controlador da companhia controladora.

A lei nº 10.303/01 inseriu no art. 202 da lei nº 6.404/76 o parágrafo 6º, determinando que toda a sobra do lucro líquido após a constituição das reservas previstas na lei deve ser distribuída como dividendo. Carvalhosa e Eizirik (2002 apud RAYES, 2005, p. 139) interpretam que tal acréscimo na lei impede a prática das companhias de reter lucros injustificadamente, sob a conta de lucros acumulados. Assim, o parágrafo do art. 202 em comento, representa um reforço do direito do acionista de receber os dividendos, ao mesmo tempo em que obriga a Assembléia Geral a justificar de forma adequada quaisquer retenções de lucro que sejam efetuadas.

3.2 Prazo para Convocação de Assembléia

A lei nº 10.303/01 acrescentou o § 5º ao art. 124, o qual permite que qualquer acionista poderá solicitar o aumento de prazo para a convocação de Assembléia Geral ou a interrupção do curso do prazo de antecedência da convocação da Assembléia Geral Extraordinária. O pedido deverá ser formalizado à CVM, a qual decidirá a respeito, após a oitiva da companhia.

O inciso I do § 5º do art. 124 permite a solicitação do aumento para até 30 dias do prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembléia Geral de companhia aberta. Tal possibilidade se justifica quando a Assembléia Geral tenha por objeto operações complexas, as quais exigem um prazo maior para análise do que o previsto no inciso II do § 1º do art. 124, de 15 dias.

O inciso II do § 5º do art. 124, possibilita a interrupção, por até 15 dias, do curso do prazo de antecedência da convocação da Assembléia Geral Extraordinária, para fins de melhor conhecer e analisar as propostas a serem apreciadas.

Com a inclusão do § 5º ao art. 124, pela lei nº 10.303/01, passa a existir a possibilidade de que o prazo entre a primeira convocação e a realização da Assembléia Geral seja aumentado de 15 dias para 30 dias. Por sua vez, o curso do prazo de

antecedência da convocação da Assembléia Geral Extraordinária pode ser interrompido por 15 dias.

Rayes (2005) defende que com o novo § 5º ao art. 124, os acionistas minoritários, detentores ou não do direito de voto, obtiveram valiosa prerrogativa para a análise das operações que serão discutidas nas assembleias, bem como para o questionamento de propostas que afrontem a lei ou o estatuto da companhia, previamente à deliberação.

Como a redação dada pela lei nº 10.303/01 conferiu poderes para qualquer acionista requerer a extensão ou interrupção do prazo para a realização das Assembleias Gerais. Os acionistas minoritários receberam um instrumento a mais para a proteção de seus direitos. Contudo, deve ser ressaltado que o exercício dessa possibilidade conferida pela lei não é auto-aplicável, sendo ainda necessária deliberação da CVM a respeito do pedido.

3.3 Acesso ao Conselho de Administração

No ensinamento de Tomazette (2003), o Conselho de Administração representa a ligação entre a Assembléia Geral e os diretores, responsáveis pela condução dos negócios da companhia. Trata-se do órgão limite entre os proprietários da companhia, isto é, os acionistas e seus gestores. Nesse órgão emanam as principais diretrizes para o funcionamento da sociedade, sendo, portanto, importante meio de operacionalização do controle pelos proprietários.

Toledo (1999 apud TOMAZETTE, 2003, p. 365) classifica em três as atribuições do Conselho de Administração: programáticas, tendo como exemplo a fixação de diretrizes; de fiscalização ou controle, quando supervisiona a diretoria; e administrativa, por exemplo, elegendo os administradores. Por abranger funções distintas e por se tratar do elo de ligação entre os proprietários e os gestores da companhia, o Conselho de Administração deve ser composto de forma a retratar a estrutura existente entre os acionistas da sociedade.

Na redação dada pela lei nº 9.457/97 ao § 4º do art. 141 da lei das sociedades anônimas, quando o Conselho de Administração fosse composto por

menos de cinco membros, os acionistas detentores de, no mínimo, 20% das ações com direito a voto poderiam eleger um membro para o conselho.

A lei nº 10.303/01 deu nova redação ao § 4º do art. 141, garantindo o direito à escolha pelos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias e pelos acionistas preferencialistas com voto restrito total ou parcialmente, de um membro cada, em votação separada.

Os incisos I e II do § 4º do art. 141 estabeleceram quóruns necessários para a eleição. No caso dos acionistas ordinários, excluídos os controladores, é necessária representação de, no mínimo, 15% do total das ações com direito a voto para que se eleja um membro do Conselho de Administração.

Com relação aos detentores de ações preferenciais, o quórum para a eleição de um representante no Conselho de Administração é de 10% do capital social. A lei societária ressalva ainda que, caso o estatuto da companhia assegure a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger um ou mais membros dos órgãos de administração, deixa de existir a regra do § 4º do art. 141.

Ainda como condição para o exercício desse direito, o § 6º do art. 141 estipula que o quórum somente terá sido estabelecido se os acionistas, ordinários e preferencialistas, detenham as respectivas participações acionárias por um período de 3 meses, ininterruptos, e imediatamente anteriores à realização da Assembléia Geral de escolha dos membros do Conselho de Administração.

A preocupação com a representação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração se fez ainda transparecer na regra do § 5º do art. 141, também acrescentado pela lei nº 10.303/01. Pela redação desse parágrafo, caso os quóruns exigidos pelo § 4º para os acionistas ordinários e preferencialistas não sejam atingidos, esses acionistas podem agregar suas ações e, desde que perfaçam, desse modo, o quórum de 10% do capital social, podem eleger em conjunto um membro do Conselho de Administração.

Tomazette (2003, p. 368) conclui que:

(...) pelo novo regime, poderemos ter no conselho de administração membros representando a minoria votante, e membros representando os preferencialistas (...). Contudo, continua a ser exigida uma

participação mínima no capital social, (...) que deve ser preenchida no mínimo nos três meses anteriores a assembléia, de forma ininterrupta, a fim de evitar que pessoas que não tenham demonstrado um efetivo interesse na sociedade (...) se intrometam na gestão da sociedade.

A lei nº 10.303/01 manteve, ainda, o instituto do voto múltiplo para a eleição dos membros do Conselho de Administração, o qual pode ser adotado mediante o requerimento com antecedência de 48 horas da Assembléia Geral, por acionistas que possuam, no mínimo, 10% do capital com direito a voto. Por meio desse instituto, atribui-se a cada ação tantos votos quantos sejam os cargos do conselho a serem preenchidos.

O mecanismo do voto múltiplo, apesar de não garantir representatividade da minoria no Conselho de Administração, confere maior possibilidade de atingi-la. A legislação societária determina que o exercício do voto múltiplo independe de previsão no estatuto da companhia.

Em resumo, para a eleição do Conselho de Administração, a minoria pode se valer da utilização do voto múltiplo, restrito aos acionistas com direito a voto, em conjunto com a regra do voto em separado, a qual abrange os acionistas ordinários e preferencialistas.

A utilização das duas regras poderia gerar desequilíbrio na composição do Conselho de Administração, conferindo poder exacerbado aos acionistas minoritários. Tomazette (2003) alega que um conselho composto por maioria de representantes dos minoritários, desvirtuaria as relações de poder dentro da sociedade.

O § 7º do art. 141, incluído pela lei nº 10.303/01, determina que, diante da utilização pelos minoritários do voto múltiplo, os controladores possuem a prerrogativa de eleger um membro a mais que aqueles para o Conselho de Administração, independentemente do número de conselheiros estabelecido no estatuto.

Com isso, Tomazette (2003) argumenta que ao mesmo tempo em que a nova reforma da lei societária garantiu a representação dos minoritários, manteve correta representação da relação de poderes no Conselho de Administração.

A lei nº 10.303/01 garantiu a participação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração, sejam detentores de ações ordinárias ou preferenciais.

Com isso, teve por intenção conferir maior equidade e representatividade às decisões tomadas por esse importante órgão da sociedade anônima.

Ao assegurar maior número de membros ao acionista controlador, a reforma imposta pela lei de 2001 não desguarneceu a participação dos minoritários, mas buscou tão somente manter a relação de poder existente entre os acionistas, contribuindo para que o processo de comando da sociedade não fosse prejudicado.

3.4 Acesso ao Conselho Fiscal

O direito essencial de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, previsto no art. 109 da lei nº 6.404/76 é, em grande parte, materializado no Conselho Fiscal. Por meio desse órgão, os acionistas obtêm maior controle do patrimônio e da gestão da sociedade da qual são proprietários. Representa, portanto, um órgão essencial à salvaguarda da gestão financeira, operacional e patrimonial da sociedade.

O Conselho Fiscal pode ser instaurado de modo permanente ou temporário. Nesse último caso, faz-se necessário pedido formulado na Assembléia Geral por, no mínimo, 10% das ações com direito a voto, ou 5% das ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição parcial deste. O funcionamento do Conselho Fiscal temporário durará até a realização da Assembléia Geral seguinte à que determinou seu funcionamento.

Amendolara (2002) defende posicionamento de que o funcionamento de um Conselho Fiscal interessa predominantemente aos acionistas minoritários, pois aos acionistas controladores não seria interessante constituir um órgão para fiscalização interna de seus próprios domínios.

O Conselho Fiscal terá como composição mínima, três membros, e como máxima, cinco membros. A redação do § 5º do art. 161, proposto pela lei nº 10.303/01, determinava que, nas companhias abertas, o Conselho seria composto de três membros, sendo um deles eleito em conjunto pelos titulares de ações preferenciais e ordinárias, excluídos os controladores. O segundo membro seria eleito exclusivamente pelos controladores. Para o terceiro membro, a lei previa a possibilidade de indicação por consenso dos acionistas minoritários e controladores. Na falta de consenso, o

membro seria eleito por maioria de votos, tendo cada ação o direito a um voto, não importando sua espécie ou classe. Com essa regra, o Conselho Fiscal seria composto majoritariamente pelos acionistas minoritários, caso o controle fosse exercido com menos da metade do total das ações (RAYES, 2003).

O dispositivo previsto no § 5º do art. 161 da lei nº 10.303/01 foi vetado, permanecendo para as companhias abertas a regra do § 4º originariamente estipulado na lei nº 6.404/76. Segundo esse parágrafo, os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e os titulares de no mínimo, 10% das ações com direito a voto, terão o direito de eleger, cada um em separado, um membro do Conselho Fiscal. Os acionistas controladores possuem o direito de eleger o mesmo número de membros eleitos pelos acionistas preferencialistas e minoritários, mais um.

Não obstante o veto ao § 5º do art. 161, a lei nº 10.303/01 empreendeu importantes modificações no exercício das atividades do Conselho Fiscal, concedendo competência individual aos membros para o exercício das atribuições do órgão, eliminando a necessidade de atuação de forma colegiada. No entendimento de Amendolara (2002), essa inovação da lei nº 10.303/01 proporcionou maior efetividade à participação dos representantes da minoria no Conselho Fiscal.

Com a reforma de 2001, passam a ser competências do Conselho Fiscal que podem ser exercidas isoladamente por quaisquer de seus membros: a fiscalização dos atos dos administradores e do cumprimento dos seus deveres legais e estatutários; a denúncia aos órgãos da administração e, se estes não tomarem providências, à Assembléia Geral, dos erros, fraudes ou crimes que descobrirem, e sugerir providências à companhia; a solicitação aos órgãos da administração de esclarecimentos ou informações, desde que relativos à sua função fiscalizadora, bem como a elaboração de demonstrações financeiras ou contábeis especiais.

O Conselho Fiscal obteve, com a lei nº 10.303/01, maior efetividade no exercício de suas relevantes competências de fiscalização dos atos dos administradores, de emissão de pareceres e de formulação de denúncias. Com o acesso ao Conselho Fiscal assegurado pela lei e com o exercício individual dessas competências, os acionistas minoritários passaram a dispor de importante instrumento para a proteção de seus investimentos.

3.5 Direito de Recesso

O recesso é um dos instrumentos importantes à proteção do acionista minoritário, e significa uma faculdade ao acionista de se retirar da sociedade, sob determinadas circunstâncias, tendo o direito a receber o reembolso do valor de suas ações (RAYES, 2005). A autora prossegue afirmando que esse direito deve ser visto como de caráter excepcional. Müssnich (2002 apud RAYES, 2005, p. 80) comenta que:

O direito de recesso não é, em essência, um direito que possa ser exercido livremente, impondo-se ao acionista dissidente o ônus de provar os prejuízos, efetivos ou potenciais, causados pela medida contra a qual se insurge. (...) ao se impor a prova desta condição, (...) impedem-se surpresas tanto para a companhia como para o mercado em geral, evitando uma atividade predatória que não tem contribuído para o crescimento das empresas no país.

Rayes (2005) é do entendimento que, em um mercado de capitais estruturado e desenvolvido, com grande volume de negociação de ações e de companhias com títulos em circulação, a importância do direito de retirada é menor. Por sua vez, em um mercado de capitais menos estruturado, como o brasileiro, a venda de ações é mais difícil, dependendo do caso. Surge, então, a necessidade de se regulamentar o direito de retirada.

A lei nº 6.404/76 previu em seu artigo 137 as hipóteses de direito de retirada por parte dos acionistas. A lei nº 7.958/89, eliminou o direito de recesso nos casos de incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades. Com a reforma promovida pela lei nº 9.457/97, foram suprimidas também as hipóteses de recesso nos casos de cisão, dissolução e cessação do estado de liquidação da empresa. Foram mantidas, no entanto, as demais hipóteses de retirada previstas originariamente na lei, quais sejam:

- a) Quando da criação de ações preferenciais ou aumento de classes de ações preferenciais sem guardar proporção com as demais, exceto se já estivessem previstos ou autorizados no estatuto;

- b) Alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- c) Redução do dividendo obrigatório;
- d) Mudança do objeto da companhia.

Eizirik (1997 apud RAYES, 2005, p. 77), alega que a modificação proposta pela lei de 1997 pretendeu eliminar a convencionada “indústria do recesso”, quando ocorriam aquisições de ações com a única finalidade de, decorrido um tempo, dissentir de deliberações sociais e receber o reembolso pelo recesso.

Com o advento da lei nº 10.303/01, os acionistas minoritários recuperaram o resguardo legal de exercer o direito de retirada nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades. Porém, o direito de recesso nessas hipóteses foi restabelecido com algumas restrições.

Nos casos de incorporação, fusão e participação em grupos de sociedades, a lei nº 10.303/01 estabeleceu que o direito de recesso do acionista dissidente somente ocorrerá se as ações em seu poder não possuírem liquidez e dispersão no mercado. A própria lei definiu os conceitos de liquidez e de dispersão para fins de cumprimento do direito em questão.

Com relação à liquidez, a lei a definiu como a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, que integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, seja no Brasil ou no exterior, definido pela CVM. De acordo com Amendolara (2002), a adoção de um índice geral representativo ao invés de eleger simplesmente o índice Ibovespa foi uma medida salutar, pois este é construído por ações não exclusivamente dotadas de liquidez, além de ter sua composição alterada constantemente.

Por dispersão, a lei entendeu como a situação em que o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detenham menos da metade da espécie ou classe de ação. Isto é, ocorre dispersão quando a maioria da espécie ou classe de ação está em circulação no mercado. Amendolara (2002) alerta que o cálculo deve recair somente sobre o total da espécie ou classe de ação, e não sobre o total de ações emitidas pela companhia.

Em resumo, no caso de incorporação, fusão e participação em grupos de sociedades, o acionista dissidente não terá o direito de recesso somente se sua ação possuir liquidez e dispersão. Ressalte-se que tais critérios de liquidez e dispersão são cumulativos, ou seja, o enquadramento em apenas um deles permite o exercício do direito de recesso. A razão de ser dessas restrições é que, quando o acionista possui ações com liquidez e dispersão, poderá vendê-las diretamente no mercado, sem a necessidade de exercer o direito de retirada (RAYES, 2005).

A lei nº 10.303/01 manteve, ainda, a hipótese de retirada de acionista prevista nos §§ 3º e 4º do art. 223 da lei das sociedades anônimas. Nesses casos, quando da aprovação da incorporação ou da fusão que envolva sociedade aberta, a sucessora também deve ser companhia aberta. Para tanto, a sucessora deve admitir novas ações para negociação no mercado no prazo de 120 dias. Caso esse prazo não seja cumprido, o acionista poderá exercer o direito de retirada, independentemente dos critérios de liquidez ou dispersão.

No que se refere à cisão, a lei nº 10.303/01 estipulou como critérios para o exercício do direito de recesso: a mudança do objeto social, exceto quando o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; redução do dividendo obrigatório; e participação em grupo de sociedades.

3.6 Alienação do Controle

A regulação da alienação do controle de companhia aberta foi prevista quando da publicação da lei nº 6.404/76, em seu artigo 254, obrigando o adquirente a realizar uma oferta pública de aquisição aos demais detentores de ações com direito a voto, ou seja, aos acionistas minoritários. Tal instituto, conhecido como *tag along*, visa atestar que o sobrevalor pago pelo controle da companhia seja distribuído entre todos os acionistas detentores de ações com direito a voto (TOMAZETTE, 2003).

Com a alteração promovida na lei das sociedades anônimas pela lei nº 9.457/97, o artigo 254 foi integralmente revogado, passando a inexistir regras referentes

à alienação do controle. Ao suprimir o artigo 254, a lei de 1997 pretendia eliminar o custo da operação de alienação de controle. Para Rayes (2005, p. 90-91):

Está claro que o escopo do legislador de 1997 consistia tão-somente em viabilizar a alienação do controle de sociedades de economia mista para facilitar o processo de desestatização que ocorria na época (...).

Com o advento da lei nº 10.303/01, a disciplina referente à alienação do controle foi restabelecida, porém, com alterações quando comparada com o texto original da lei nº 6.404/76.

A nova redação do artigo 254 restabeleceu o direito da oferta pública de aquisição para os detentores de ações com direito a voto, o que, a princípio, excluiria as ações preferenciais. No entanto, Rayes (2005) lembra que os detentores de ações preferenciais passam a ter o direito de participar da oferta pública de aquisição em três situações, quais sejam: quando o estatuto não restringe ou suprime de forma expressa o direito de voto dessas ações; quando se encontram em condições de exercer o direito de voto por não terem recebido o dividendo fixado no estatuto por três exercícios consecutivos, ou prazo inferior a este se assim o estatuto determinar; e quando o estatuto expressamente prevê aos acionistas preferenciais o direito de participar da oferta pública de aquisição, nos termos do § 1º do art. 17 da lei nº 6.404/76.

O artigo 254-A, introduzido pela lei nº 10.303/01, determina que para a aquisição do controle de companhia aberta, o adquirente deve fazer oferta pública de aquisição aos demais detentores de ações com direito a voto de forma a assegurar a estes preço no mínimo igual a 80% do valor pago pela ação integrante do bloco de controle.

Alternativamente, o § 4º do artigo 254-A, estabelece que o adquirente do controle da companhia aberta pode oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na empresa, desde que pague a estes prêmio correspondente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

Segundo Tomazette (2003), trata-se, assim, de uma faculdade ao adquirente, devendo a escolha de aceitar ou não a proposta de permanecer na

companhia recair aos acionistas minoritários. Portanto, caso haja a proposta de permanência na companhia mediante o pagamento do prêmio, o acionista minoritário deve escolher entre aceitá-la ou exercer o direito ao *tag along*.

O instituto do *tag along*, restabelecido pela lei nº 10.303/01, visa oferecer maior proteção aos acionistas minoritários, bem como, de forma indireta, fomentar o mercado de capitais no Brasil. Contudo, Rayes (2005) e Tomazette (2003) apontam que há divergências acerca da legitimidade de tal instituto. Isso porque, ao estabelecer a possibilidade de que se pague um preço próximo ou mesmo equivalente ao pago pelas ações do bloco de controle, a legislação descaracterizaria uma inerente distinção de valor de negociação existente entre as ações de controle em relação às demais ações.

Coelho (2002 apud RAYES, 2005, p. 93) critica o direito ao *tag along*, ao alegar que com relação às ações pertencentes ao bloco de controle:

O mercado sobrevaloriza essas posições acionárias, atribuindo-lhe preço significativamente superior ao que estaria disposto a pagar pelas outras ações da mesma sociedade. Esta sobrevalorização das ações de sustentação do controle é natural, justa e racional.

Por outro lado, Bulgarelli (1998 apud RAYES, 2005, p. 96) defende o *tag along*, ao dizer que:

(...) o não controlador, que não recebeu dividendos durante muito tempo, pela política imposta pelo controlador de fortalecer a empresa, tem direito a reclamar quando o controlador, aproveitando-se de resultados dessa mesma política, vende com ágio astronômico suas ações de controle.

A nova redação do artigo 254 conferida pela lei nº 10.303/01, diverge do texto original da lei das sociedades anônimas, ao estabelecer que o preço da oferta pública de aquisição deve ser, no mínimo, equivalente a 80% do preço pago pela ação integrante do bloco de controle. A redação anterior do artigo em comento, ao contrário, determinava a obrigação de que o valor resultante da oferta fosse o mesmo pago aos acionistas controladores, não estabelecendo percentual mínimo.

A lei nº 10.303/01, ao mesmo tempo em que restabeleceu a proteção ao acionista minoritário quando da alienação do controle, reconheceu, de certa forma, que há distinção de valor entre as ações integrantes do bloco de controle e as demais.

Do mesmo modo, ao prever alternativa à oferta pública de aquisição, mediante a permanência dos acionistas minoritários na companhia com o pagamento de prêmio, a lei nº 10.303/01 teve por intenção a possibilidade de se atenuar os custos inerentes a essa operação.

O retorno do direito ao *tag along* promovido pela lei nº 10.303/01 representou um avanço à proteção dos direitos dos acionistas minoritários. Porém, ao restringir esse direito aos detentores de ações com direito a voto, a lei reconheceu que sua aplicabilidade deve recair somente aos acionistas diretamente interessados na gestão da companhia. Os acionistas preferenciais que tenham o voto restrito pelo estatuto ou não se encontrem nas condições que lhes são conferidas para o exercício do voto, não foram abrangidos pelo instituto do *tag along*.

Rayes (2005) conclui que o direito ao *tag along* representa maior segurança ao acionista minoritário, pois não seria justo receber valor menor ao pago pela ação integrante do bloco de controle, haja vista que seu capital tem o mesmo valor do capital investido pelos acionistas controladores.

3.7 Fechamento do Capital Social

Segundo Tomazette (2003), o fechamento do capital se dá mediante o cancelamento do registro da sociedade e de seus títulos junto à CVM e afeta diretamente os interesses dos acionistas minoritários e dos demais detentores de valores mobiliários. Amendolara (2002) alerta que tal procedimento tem como consequência aos detentores dos títulos a perda de liquidez, de referencial de preço e do direito de ser informado sobre situações relevantes da companhia.

Anteriormente, o fechamento de capital era disciplinado por meio de Instrução Normativa da CVM. Esse instrumento normativo não protegia os acionistas minoritários, pois ao não estabelecer critérios para o preço da oferta pelas demais

ações, os controladores possuíam uma ampla margem de liberdade de atuação para empreender o fechamento do capital (TOMAZETTE, 2003).

Reconhecendo a complexidade e os efeitos, característicos do procedimento de fechamento de capital da companhia aberta, a lei nº 10.303/01 inovou a lei das sociedades anônimas prevendo dispositivos a respeito.

A regulamentação do fechamento de capital pela lei das sociedades anônimas, a partir da reforma implementada pela lei nº 10.303/01, foi necessária, pois, para Rayes (2005, p. 85):

(...) ao adquirir ações de uma companhia aberta, o acionista o faz contando com a liquidez delas e com a possibilidade de negociá-las no mercado. (...) No entanto, no regime anterior, quando o controlador decidia pelo fechamento do capital da companhia, ofertava pelas suas ações o valor que bem entendesse, ao qual os acionistas minoritários se sujeitavam sob pena de permanecer em situação ainda pior, sem liquidez e sem nenhuma proteção.

O § 4º acrescentado ao artigo 4º da lei nº 6.404/76, determina que, para o fechamento do capital, o acionista controlador, a própria companhia ou a sociedade que a controle deve formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado, por preço justo, não inferior ao valor de avaliação da companhia.

Quando se refere às ações em circulação no mercado, a lei abrange todas as ações da companhia, à exceção daquelas de propriedade do controlador, de diretores, de conselheiros de administração e as que estejam em tesouraria. O comando da lei está, portanto, direcionada aos acionistas minoritários, sejam detentores de ações ordinárias ou preferenciais.

Para que se determine um preço justo, o próprio § 4º do artigo 4º estabelece como critérios: o patrimônio líquido contábil ou avaliado a preço de mercado; o fluxo de caixa descontado; a comparação por múltiplos; a cotação das ações no mercado; outro critério aceito pela CVM. É possível, ainda, a utilização combinada desses critérios de tal forma que permita avaliação mais justa do valor da companhia. Como a decisão acerca do fechamento do capital é dos acionistas

controladores, cabe a esses a escolha do avaliador para fim de definição do valor da oferta pública de aquisição.

No artigo 4-A, a lei confere aos acionistas minoritários a possibilidade de contestar o valor da oferta pública. Para tanto, deve ser convocada assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação, devendo o requerimento ser feito aos administradores por, pelo menos, 10% dos titulares de ações em circulação no mercado.

Ainda sobre o requerimento, o § 1º do art. 4-A estipula que a convocação da assembléia especial deverá ser feita no prazo de 15 dias a partir da divulgação do valor da oferta pública. Caso os administradores não atendam ao pedido no prazo de 8 dias, os próprios acionistas podem convocar a assembléia.

A contestação do valor da oferta pública pela assembléia especial dos acionistas titulares de ações em circulação deve ser fundamentada e acompanhada de elementos que comprovem a falha ou imprecisão na metodologia empregada para o cálculo do valor da companhia, ou mesmo do critério de avaliação adotado. No § 3º do art. 4-A, a lei determina que caso a nova avaliação resulte em valor inferior ou igual ao da oferta pública, os acionistas que requereram a nova avaliação, bem como aqueles que votaram favoravelmente para a sua realização, deverão ressarcir a companhia pelos custos incorridos.

Há, portanto, limitação do direito do acionista minoritário pela própria lei, com o fim de se evitar um abuso desse direito. Segundo Tomazette (2003), essa limitação se cristaliza em três situações, quais sejam: no quórum necessário para se contestar o valor da oferta pública; na imposição de que a decisão por uma nova avaliação seja devidamente justificada; e na possibilidade de indenização caso a nova avaliação se demonstre descabida. Pode-se citar, ainda, uma quarta limitação, quando a lei estipula prazo para a contestação, evitando uma protelação demasiada e onerosa à decisão de fechamento do capital.

Caso após decorrido o prazo da oferta pública, ainda restem 5% das ações emitidas pela companhia em circulação no mercado, a Assembléia Geral poderá deliberar o resgate dessas ações. Para tanto, deverá ser depositado em estabelecimento bancário o valor dessas ações segundo aquele estipulado na oferta

pública. Portanto, o resgate dessas ações restantes será realizado sem a necessidade de concordância de seus titulares. Tomazette (2003, p. 227) afirma que, dessa forma:

(...) o resgate é um ato não negocial, que independe da vontade do acionista para a retirada das ações do mercado (...) protege-se a própria sociedade, e o interesse da grande maioria dos acionistas que aceitou o fechamento do capital, de modo que a sociedade passará a ser de fato e de direito fechada (...).

A lei nº 10.303/01 inseriu na lei das sociedades anônimas uma regulamentação a respeito do chamado “fechamento branco” do capital social. Tomazette (2003) identifica o “fechamento branco” quando ocorre redução da liquidez das ações no mercado de tal maneira que impeça sua negociação, sem que o registro da sociedade tenha sido efetivamente cancelado. Rayes (2005) afirma que no “fechamento branco”, o controlador eleva sua participação na sociedade em detrimento do grupo minoritário, com o emprego de meios e procedimentos artificiais. Como consequência dessa prática pelo controlador, a liquidez das ações em poder dos minoritários é minada.

O § 6º do art. 4º da lei nº 6.404/76, obriga que o controlador ou a sociedade controladora faça oferta pública para a aquisição das ações remanescentes no mercado. A lei delega à CVM a competência para estabelecer o percentual que indique que os controladores elevaram sua participação de um modo que impeça a liquidez das demais ações em circulação no mercado.

4 CONCLUSÃO

No trabalho foi estabelecida diferenciação entre os acionistas controladores e os minoritários, assim como foram identificados os direitos essenciais pertencentes aos acionistas em geral.

A análise feita permite concluir que com o advento da lei nº 10.303/01, importantes mecanismos de proteção aos acionistas minoritários foram acrescentados à lei nº 6.404/76.

O cálculo utilizado para se ajustar o lucro líquido na distribuição de dividendos no caso de estatuto omissivo foi aprimorado, eliminando distorções que impediam uma percepção mais justa dos dividendos por parte dos minoritários. A lei de 2001 estabeleceu, ainda, a necessidade de se distribuir todo o lucro que tenha sobrado após a constituição das reservas previstas em lei.

Foi estabelecido, também, limite para a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório e a retenção total do lucro nas companhias fechadas. Dessa forma, impediu-se que os acionistas minoritários pertencentes à companhia controladora deixassem de usufruir os ganhos advindos das sociedades controladas.

Mesmo com o aprimoramento das regras para a distribuição de lucro, diretamente direcionado para os acionistas minoritários, a lei societária permanece não dispendo acerca de parcela mínima do lucro líquido a ser distribuído quando o estatuto não seja omissivo.

Com relação à realização das Assembleias Geral Ordinária e Extraordinária, a possibilidade de prorrogação do prazo ou interrupção para a realização dessas, podendo ser solicitada por qualquer acionista, permitiu ao minoritário analisar por mais tempo os documentos da ordem do dia e a possibilidade de identificar erros e fraudes previamente à realização das assembleias.

O acesso dos acionistas minoritários ao Conselho de Administração e ao Conselho Fiscal foi garantido pela reforma de 2001. Com relação ao Conselho Fiscal, os acionistas minoritários obtiveram maior efetividade para a atuação de seus respectivos membros com a individualização do exercício de competências fundamentais.

Com a lei nº 10.303/01, os acionistas minoritários recuperaram o direito de recesso nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades, ainda que restrições tenham sido impostas ao exercício desse direito.

A lei nº 10.303/01 restabeleceu a disciplina da alienação do controle, fixando regras para a fixação do valor da oferta pública de aquisição. Ainda foi prevista a possibilidade de que os minoritários permaneçam na companhia mediante o pagamento de prêmio. Embora os detentores de ações preferenciais com restrição do voto não tenham sido contemplados na oferta pública de aquisição, o retorno do direito ao *tag along* à lei das sociedades anônimas resultou em maior proteção aos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias.

A lei nº 10.303/01 estabeleceu na legislação societária disciplina a respeito do fechamento do capital, com critérios para o valor da oferta pública de aquisição, e a possibilidade de que os minoritários possam pedir revisão desse valor, ainda que sob pena de indenizar a companhia pelos custos da nova avaliação se ela resultar em valor inferior ou igual ao da oferta pública inicial. Foi também regulamentada, a hipótese de “fechamento branco” do capital social.

A pesquisa evidenciou a importância da lei nº 10.303/01 no que concerne ao aprimoramento dos direitos dos acionistas minoritários. A reforma implementada nesse âmbito pela lei de 2001, embora não de modo decisivo, certamente contribuiu para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, ao estabelecer regras para um equilíbrio responsável e mais justo das relações de poderes entre os acionistas de uma sociedade.

5. REFERÊNCIAS

AMENDOLARA, Leslie. *Direito dos acionistas minoritários*. 2 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2002.

BOVESPA. *Espaço Jurídico Bovespa*. Disponível em: <<http://www.bovespa.com.br/investidor/Juridico/070215NotA.asp>>. Acesso em: 07 out. 2007.

BRASIL. Lei Nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Lei das S.A.* 10 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. Lei Nº 7.958, de 20 de dezembro de 1989. Altera o artigo 137 da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.senado.gov.br>>. Acesso em: 7 outubro 2007.

_____. Lei Nº 9.457, de 5 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Lei das S.A.* 10 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

_____. Lei Nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Lei das S.A.* 10 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

MARION, José Carlos. *Contabilidade empresarial*. 12 ed. São Paulo: Atlas, 2006.

RAYES, Maria Graziela Malaouf Cury. *Direito dos acionistas minoritários: uma perspectiva à luz da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001*. São Paulo: Textonovo, 2003.

RIBEIRO, Vera de Paula Noel. *A minoria nas S.A.* 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

TOMAZETTE, Marlon. *Direito societário*. 1 ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.