

Qual é a importância das participações societárias minoritárias?

A dicotomia entre controladores e não controladores não é mais suficiente para compreender a atual arquitetura de poder nas sociedades empresárias

Ana Frazão

Advogada e Professora de Direito Civil, Comercial e Econômico da Universidade de Brasília. Ex-Conselheira do CADE.

Desde a sua identificação e reconhecimento legal, o controle tem sido visto pelo Direito Societário e pelas demais áreas de regulação da atividade econômica como o elemento central da gestão e da estrutura de poder das sociedades por ações e também dos grupos societários.

Tanto isso é verdade que, embora o elemento primordial e incontroverso para a caracterização dos grupos societários seja a direção unitária, parte expressiva da doutrina, apenas compreende esta última a partir da noção de controle¹. Sob essa perspectiva, o problema dos grupos societários pode ser visto essencialmente como o problema de controle de uma sociedade sobre outras.

Entretanto, ao lado do controle, outras instâncias de poder empresarial têm se destacado no atual cenário econômico. Um exemplo é a influência significativa, que se torna cada vez mais importante diante do fenômeno atual da desagregação da empresa, que se projeta igualmente sobre a desagregação do poder empresarial, tornando-o mais fragmentado e pulverizado. Em outras palavras, o poder empresarial deixa de estar necessariamente concentrado – como na hipótese do controle, que envolve uma dominação –, e passa a ser exercido por outras formas mais sutis, mas que nem por isso deixam de ser relevantes.

Daí as atenções terem se voltado na atualidade para a ideia de influência significativa, posição societária inferior ao controle, já que não envolve a dominação ou o comando da sociedade, mas é superior a uma mera participação societária

¹ Ver Ana Frazão. *Direito da Concorrência: Pressupostos e Perspectivas*. São Paulo: Saraiva, 2017, pp. 170-177.

simples (investimento passivo ou societário), motivo pelo qual pode ter importantes consequências jurídicas, inclusive para fins de possibilitar a configuração de um grupo econômico.

Veja-se, em primeiro lugar, que a ideia de influência significativa não é incompatível com o controle. Muito pelo contrário, parte da premissa de que as duas situações podem coexistir: enquanto determinado agente exerce o controle, outro(s) agente(s) pode(m) exercer influência significativa e, de alguma maneira, moldar o próprio exercício do controle.

Vale igualmente ressaltar que a recente Lei 11.941/2009, ao modificar a Lei 6.404/76, ofereceu importantes critérios para a compreensão da influência significativa. Afinal, agora a lei entende como coligadas “apenas as sociedades nas quais a investidora tenha influência significativa” (§ 1º do art. 243 da Lei 6.404/76).

É interessante notar que a redação original da Lei 6.404/76 entendia como coligada toda sociedade que detivesse participação societária igual ou superior a 10% em outra sociedade sem controlá-la. Todavia, a nova redação da Lei 6.404/76 reforça que a simples titularidade de participação societária superior a 10% é irrelevante para efeitos societários. O que verdadeiramente importa é saber se desta participação surge uma influência significativa, o que se traduz na interferência sobre a sociedade coligada, ainda que em grau menor do que o da dominação que caracteriza o controle.

Para evitar compreensões indevidas, a própria Lei 6.404/76, nos novos parágrafos acrescentados pela Lei 11.941/2009, definiu a influência significativa como a situação em que “a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la” (§ 4º do art. 243), prevendo também a presunção de “influência significativa quando a investidora for titular de 20% (vinte por cento) ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la.” (§ 5º do art. 243).

Já se vê que apenas se cogita de influência significativa quando se tem “o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida”, sendo mera presunção relativa a de que a participação societária superior a 20% implica a influência significativa. Por outro lado, nada impede que participações societárias inferiores possam levar ao mesmo resultado sobre as políticas financeira ou operacional da investida.

Dessa maneira, a questão da influência significativa impõe ainda mais desafios ao Direito Societário, até por envolver a discussão sobre o compartilhamento

do poder empresarial entre o titular desta e o controlador. Ora, se a identificação do controle teve por objetivo precisamente o equacionamento entre poder e responsabilidade, a mesma preocupação deve ocorrer em relação a todas as demais formas de exercício de poder empresarial.

De toda sorte, será sempre fundamental analisar as relações entre o titular do controle e o titular da influência significativa, para se entender o arranjo específico de poder que foi constituído no caso concreto. A partir daí, se poderá chegar à conclusão em torno da existência ou não de grupo ou de uma coordenação mais intensa entre os agentes envolvidos².

Para se ter uma ideia da extensão do debate, hoje se discute, no Direito da Concorrência, até mesmo o eventual poder que pode decorrer de uma "simples" participação minoritária. Com efeito, há casos em que a participação minoritária, apesar de não levar à influência significativa nem ao controle, não pode ser considerada um mero investimento financeiro, na medida em que possibilita contatos entre concorrentes ou acesso a informações estratégicas que podem alterar a estrutura de poder da sociedade e até mesmo a dinâmica concorrencial em que esta se insere.

Tal possibilidade torna-se maior caso se trata de minoritário ativista ou de investidores institucionais. Apesar de ser muito difícil mapear com precisão toda a estratégia de ação dos investidores institucionais, já existe uma literatura consistente no sentido de que tais investidores, especialmente os grandes fundos de investimento, interferem, ainda que de forma não explícita, nos processos decisórios das investidas.

Tais circunstâncias mostram que, em um cenário de fragmentação e pulverização do poder empresarial e econômico, cada vez mais é difícil fazer avaliações a partir do referencial estático das participações societárias, sendo necessário envidar esforços para buscar uma maior contextualização da situação em razão das peculiaridades do mercado, dos agentes envolvidos e das relações que já possuem, bem como das próprias características das operações que envolvem as aquisições dessas ações.

Ao lado de posições de poder que envolvem permanência e efetividade, podem existir outras posições de poder que, embora não tenham essas

² Ver Walfrido Warde Jr. O fracasso do direito grupal brasileiro: a institucionalização do controle oculto e de sua subreptícia transferência. In: ARAUJO, Danilo; WARDE JR., Walfrido (Org.). *Os grupos de sociedades*. Organização e Exercício da Empresa. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 120.

características, podem ser igualmente importantes para a compreensão da dinâmica das sociedades por ações e para efeitos de se saber se deveriam estar sujeitas a um regime de responsabilidade que, embora distinto daquele do controlador - até porque este pressupõe o exercício do poder de controle - possa ser mais rigoroso do que o dos meros investidores, que de fato não exercem nenhum tipo de poder relevante em relação à sociedade.

No contexto grupal, tal preocupação torna-se ainda mais relevante, pois é preciso analisar as participações acionárias em um contexto maior, que leve em consideração todas as demais relações entre as sociedades unidas por participações societárias, como empreendimentos comuns, consórcios ou sociedades de que são simultaneamente sócias, *interlocking* ou administradores comuns, dentre outros, bem como as relações entre as sociedades por meio de conectores ou agentes comuns (como fundos de investimento ou importantes investidores institucionais), dentre outros.

Aliás, sobre o tema, é importante destacar que as repercussões societárias e concorrenciais da participação de importantes investidores institucionais e de fundos de investimento está longe de ser devidamente compreendida, o que exige um cuidado redobrado para a compreensão da estrutura de poder das sociedades. Por essa razão, assim como já se fala, acertadamente, de abusos das minorias, é preciso entender que as minorias não correspondem a um conjunto uniforme. Minoritários ativistas e minoritários institucionais certamente apresentam características que justificam um olhar diferenciado sobre eles.

No atual cenário econômico, para fazer valer o princípio da supremacia da realidade sobre a forma, é fundamental analisar com cuidado as formas aparentemente sutis e fragmentadas de poder nas sociedades, mas que podem ter grande importância tanto no âmbito atomístico - a sociedade isolada - como no âmbito molecular - a sociedade em seu contexto de relacionamento com outras sociedades, inclusive para efeitos de se saber se há ou não a constituição de grupo.

Fica claro, portanto, que a dicotomia entre controladores e não controladores está datada, não sendo mais suficiente para compreender a estruturação do poder empresarial. É urgente que possamos compreender melhor os diferentes papéis que as participações minoritárias execem na arquitetura de poder das sociedades isoladas e dos grupos.

Link https://www.jota.info/paywall?redirect_to=https://www.jota.info/opinioe-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/qual-e-a-importancia-das-participacoes-societarias-minoritarias-11122019

Publicado em 11/12/2019