



UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GRSSO DO SUL

CAMPUS DO PANTANAL – CPAN

CURSO DE DIREITO

MAYLSON GOMES DE ARRUDA

**O RACIONAL ECONÔMICO COMO REQUISITO DE VALIDADE DAS
MODIFICAÇÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Corumbá, MS
2026

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MATO GROSSO DO SUL

CAMPUS DO PANTANAL – CPAN

CURSO DE DIREITO

MAYLSON GOMES DE ARRUDA

**O RACIONAL ECONÔMICO COMO REQUISITO DE VALIDADE DAS
MODIFICAÇÕES DE ESTRUTURA DE CAPITAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS**

Trabalho de Conclusão, na modalidade Artigo Científico, apresentado ao Curso de Direito do Campus do Pantanal/MS, da Fundação Universidade Federal de Mato Grosso do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Direito, sob orientação do Professor Doutor Ricardo Matos de Souza.

Corumbá, MS

RESUMO

Este trabalho analisa as modificações de capital nas sociedades anônimas, distinguindo a validade formal da legitimidade material dos atos societários, diante da recorrência de práticas abusivas no exercício do poder de controle. A metodologia adotada consistiu em revisão bibliográfica de teses, artigos e obras de direito empresarial e societário, bem como na análise de jurisprudência administrativa. Verifica-se que o cumprimento dos requisitos legais não é suficiente para validar tais operações, sendo indispensável a existência de racional econômico alinhado ao interesse social da companhia. O problema de pesquisa reside na insuficiência da análise formal para identificar práticas abusivas, exigindo a verificação da substância econômica dos atos. Examina-se o papel do acionista controlador, seus deveres fiduciários, especialmente os deveres de diligência e lealdade, bem como a importância da justificação como instrumento de comprovação da materialidade das decisões. Evidencia-se que a ausência de legitimidade material pode caracterizar abuso de poder e ensejar a invalidação do ato.

Palavras-chave: Modificação de capital; sociedades anônimas; racional econômico; abuso de poder; acionista controlador; interesse social.

This study analyzes capital modifications in corporations, distinguishing between formal validity and material legitimacy of corporate acts, in light of recurring abusive practices in the exercise of control power. The methodology consists of a bibliographic review of theses, articles, and works in corporate and business law, as well as the analysis of administrative case law. It is demonstrated that compliance with legal requirements is not sufficient to validate such operations, requiring the existence of an economic rationale aligned with the company's corporate interest. The research problem lies in the insufficiency of a purely formal analysis to identify abusive practices, demanding an examination of the economic substance of corporate acts. The study examines the role of the controlling shareholder, fiduciary duties—especially duties of diligence and loyalty—and the importance of justification as an instrument to evidence the material substance of decisions. It concludes that the absence of material legitimacy may characterize abuse of power and lead to the invalidation of the act.

Keywords: Capital modification; corporations; economic rationale; abuse of control; controlling shareholder; corporate interest.

INTRODUÇÃO

O capital social representa o ponto nevrálgico da sociedade, pois determina a forma de organização dos recursos e a distribuição do poder político entre os sócios. A partir desta estrutura é que se estabelece a influência sobre a condução dos negócios, a administração da companhia e a dinâmica da relação entre os sócios ao longo do tempo.

As modificações do capital social de uma companhia constituem eventos que ocorrem de forma dinâmica, e esta mobilidade de capital representa um fenômeno natural em uma sociedade anônima, seja para realizar novos empreendimentos, destravar valor da companhia, superar uma crise ou reposicionar-se frente ao mercado.

A lei nº 6.404/1976 disciplina as sociedades anônimas, e o rito das alterações de capital e reorganizações societárias. Neste contexto, a questão central é que o cumprimento do procedimento formal que a lei estabelece, por si só, não é suficiente, sendo necessária também a presença de legitimidade material na modificação de capital.

As sociedades anônimas gozam de ampla autonomia para organizar sua estrutura e desenvolver suas atividades, em consonância com o princípio da livre iniciativa, consagrado no Art. 1º IV CF/88. Essa liberdade, porém, não é absoluta e encontra limites na observância da legalidade e na vedação do exercício abusivo direito dos acionistas. Operações societárias e alterações de capital podem ser regulares do ponto de vista formal, mas abusivas sob o aspecto material.

No primeiro e no segundo capítulos serão abordados o conceito de estrutura de capital e suas principais formas de modificação. O terceiro e o quarto capítulos examinarão os requisitos formais das alterações de capital e os elementos relacionados à sua legitimidade material. O quinto capítulo analisará os deveres fiduciários e as responsabilidades atribuídas aos administradores e aos controladores. Por fim, o último capítulo apresentará as conclusões da pesquisa acerca da relevância jurídica do racional econômico para as modificações da estrutura de capital.

A metodologia adotada consiste em revisão bibliográfica de livros, artigos científicos, dissertações, teses e análise de decisões administrativas e judiciais relacionadas aos temas desenvolvidos ao longo da pesquisa.

1. ESTRUTURA DE CAPITAL EM SOCIEDADES ANÔNIMAS

O capital social pode ser compreendido como um bem intangível que os sócios contribuem em uma sociedade, que representa na prática quanto cada sócio vai investir, podendo ser expresso em dinheiro, ou bens, mas não em serviços, conforme Art. 7º da lei nº 6.404/76 (VIDO, 2025).

O capital social possui uma função organizacional na companhia, na medida que ele deve ser dividido em ações, definindo a hierarquia de poder, direitos e de responsabilidade de cada sócio, nos termos do Art. 1º da Lei nº 6.404/76.

Outra função importante do capital social é a de proteção, tanto para os sócios, cuja responsabilidade vai até sua participação no capital social da companhia, desde que o capital esteja integralizado, quanto para terceiros, pois serve como garantia para a companhia honrar obrigações.

O capital social também possibilita uma estabilidade e previsibilidade à companhia, representada pelo princípio da variabilidade condicionada que significa que o capital social só pode ser alterado se preenchidos os requisitos para sua alteração (TOMAZETTE, 2013).

O capital social confere à companhia a segurança de ter um recurso considerado suficiente em seu patrimônio para funcionamento de suas atividades e, quando necessário, o cumprimento de um capital social mínimo, e seu valor deve ser informado no estatuto, conforme Art. 5º da lei nº 6.404/76 (TOMAZETTE, 2013).

O patrimônio total de uma companhia é composto por seu capital social, acrescido dos bens e direitos adquiridos ao longo de suas atividades, enquanto o seu patrimônio líquido corresponde à diferença entre esses ativos e as obrigações assumidas pela sociedade, nos termos do Art. 182, §2º, da Lei nº 6.404/1976.

Enquanto o capital social é fixo e determinado em estatuto, o patrimônio de uma companhia oscila conforme se movimentam seus ativos e passivos, isso demonstra que o capital social é fundamental para conferir estabilidade à sociedade e proteção aos sócios e a terceiros (TOMAZETTE, 2013).

É por causa desta relação de equilíbrio que o capital social, ao ser alterado sem um fundamento econômico para a companhia pode comprometer sua legitimidade, pois caso não represente a necessidade da companhia, pode ser considerada uma operação abusiva (CUNHA, 2023).

Como define Silva (2024), embora a lei nº 6.404/76 estabeleça uma liberdade organizacional para as sociedades anônimas, há um especial rigor quanto à dinâmica do capital social, que vai além de sua fixação em estatuto nos termos do Art. 7º, mas principalmente quanto a formalidade e à substância econômica que deve haver como motivo de sua modificação.

Este cuidado quanto ao capital social por parte do legislador é devido à força dos acionistas controladores de uma companhia pode gerar apropriações indevidas em relação ao direito de credores e de acionistas minoritários.

2. MODIFICAÇÕES DAS ESTRUTURAS DE CAPITAL EM SOCIEDADES ANÔNIMAS

Conforme conceitua (Tomazette, 2013), apesar de ter um capital social já declarado em seu estatuto, durante o desenvolvimento de sua atividade comercial, uma companhia pode ter a necessidade de aumentar ou reduzir seu capital social, bem como fazer uma reorganização societária, seja para cumprir obrigações assumidas, ou adequar a realidade da companhia. Estas modificações exigem não apenas a observância formal, mas também o fundamento econômico que justifique sua realização.

O princípio da estabilidade do capital social confere proteção aos credores e a própria companhia. O aumento de capital social pode ocorrer de diferentes formas previstas na lei das sociedades anônimas, destacando-se:

i. Obtenção de novos recursos: É possível que seja realizada a emissão de novas ações, que podem ser subscritas pelos acionistas originais ou por terceiros. Para que isso seja possível é preciso que 75% do capital social esteja integralizado, conforme art. 170 §1º da Lei nº 6.404/76.

É necessária, antes da emissão, a explicação dos critérios de utilizados para determinação do preço das ações, sendo em companhias fechadas usado normalmente o PL e para companhias abertas o valor de mercado ou econômico. A importância de uma criteriosa avaliação do preço é para que se evite a diluição dos acionistas minoritários, como defende Tomazette:

[...] tal justificativa objetiva evidenciar que não haverá a condenada diluição injustificada da participação dos antigos acionistas. Todavia, nada impede que tal justificativa seja impugnada na assembleia ou até judicialmente. (TOMAZETTE, 2013 p. 432).

ii. Capital Autorizado: Se estiver previsto no estatuto social da companhia, é possível que este aumente seu capital social, sem necessidade de assembleia geral, ou alteração em estatuto, desde que com limite de aumento, em valor ou número de ações, e o órgão competente para deliberação, podendo ser delegado ao Conselho de Administração conforme art. 168 §1º alínea a e b da Lei nº 6.404/76.

iii. Capitalização de lucros ou reservas: Prevista no art. 169 da Lei nº 6.404/76 a sociedade pode converter seu lucro em patrimônio líquido e assim distribuir novas ações aos acionistas originais, ou apenas aumentar o valor das ações.

iv. Conversão de valores mobiliários em ações: também é possível que ainda o aumento de capital social com a conversão de debêntures ou partes beneficiárias em ações, caso tais debêntures contenham cláusula de conversão, nos termos do Art. 48 § 2º e Art. 57 da Lei nº 6.404/76.

Se o aumento de capital possui regras para proteção de credores e acionistas minoritários, para evitar a estipulação do preço de forma arbitrária e prejudicar os acionistas minoritários (Gomes, 2024). A redução de capital social é ainda mais taxativa sobre seus elementos e motivos. As formas de redução podem ocorrer de duas formas:

i. Compulsória: é quando há uma diferença a menor no capital social da sociedade, por motivos como a retirada de sócio, acionista remisso (aquele que não integraliza o capital social), sendo uma modificação de capital para cumprir uma determinação legal (Tomazette, 2013).

ii. Facultativa, a pode ser dividido redução de capital por:

a. Perdas: Quando ocorrem prejuízos na sociedade, pode ser reduzido o capital social até o montante dos prejuízos acumulados, ou seja, não há saída real de capital, uma vez que o resultado negativo consumiu o capital social e é preciso fazer um ajuste contábil.

b. Excessivo: Quando há uma decisão deliberada de reduzir o capital por achar maior do que o necessário para a sociedade, no caso os credores podem ser prejudicados na garantia de recebimento de seus créditos, tendo o direito de realizar a oposição de credores no prazo de 60 dias, sendo o prazo mínimo para que a redução tenha efeito, conforme Art. 174 §1º da Lei nº 6.404/76. Se houver debêntures em circulação é preciso do consentimento da maioria dos debenturistas, nos termos do Art. 174 § 3º da Lei nº 6.404/76.

Para que seja possível a restituição do valor do capital da companhia aos acionistas, é preciso que a redução de capital tenha justificativas embasadas em um racional econômico, para que não haja desvio da função do capital social de garantir a atividade da companhia.

A redução de capital está em um paralelo entre melhoria da eficiência e cumprimento legal de uma companhia e de sua evasão de recursos, com objetivo de dirimir perdas potenciais que possam incorrer sobre obrigações não honradas pela companhia (MAMEDE, 2019).

Reorganizações Societárias, e transformações são tratados do Art. 220 ao 229 da Lei nº 6.404/76, e referem-se a mudanças na estrutura de capital de uma companhia, seja na sua composição, ou organização, podendo ser divididas em 4 espécies:

i. Transformação de tipo societário: Previsto no Art. 220 da Lei nº 6.404/76, transformação é a mudança de um tipo societário para outro. Conforme defina Mamede (2019), uma companhia pode, se desejar, deixar de ser uma sociedade limitada e se tornar uma Sociedade anônima, ou voltar a ser uma sociedade de capital fechado, desde que não haja prejuízo aos sócios minoritários e aos credores.

Diferente das demais reorganizações societárias, a transformação societária não implica direito de sucessão, nem pode extinguir a sociedade, mas sim uma alteração do tipo societário com a preservação da personalidade jurídica.

Nesse sentido a jurisprudência reconhece que a transformação de uma sociedade não pode, em hipótese nenhuma, gerar prejuízo aos sócios minoritários e aos credores, como no REsp. 923.012 MG, onde foi determinado que tanto as mutações societárias, quanto as transformações societárias, devem seguir os termos Art. 222 da lei nº 6.404/76:

[...] A responsabilidade tributária do sucessor abrange, além dos tributos devidos pelo sucedido, as multas moratórias ou punitivas, que, por representarem dívida de valor, acompanham o passivo do patrimônio adquirido pelo sucessor, desde que seu fato gerador tenha ocorrido até a data da sucessão. (Superior Tribunal de Justiça STJ - RECURSO ESPECIAL: REsp 923012 MG).

As transformações de sociedade devem ser aprovadas por unanimidade pelos sócios, e em caso de discordância de algum dos sócios este tem o direito de retirada conforme Art. 221 da lei nº 6.404/76.

ii. Incorporação: A incorporação é o processo de concentração de capital no qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra sociedade, tratada no Art. 227 da Lei nº 6.404/76, a companhia incorporadora sucede a incorporada em seus direitos e obrigações. É o entendimento consolidado da jurisprudência no Agravo do Recurso Especial 142.215/RJ:

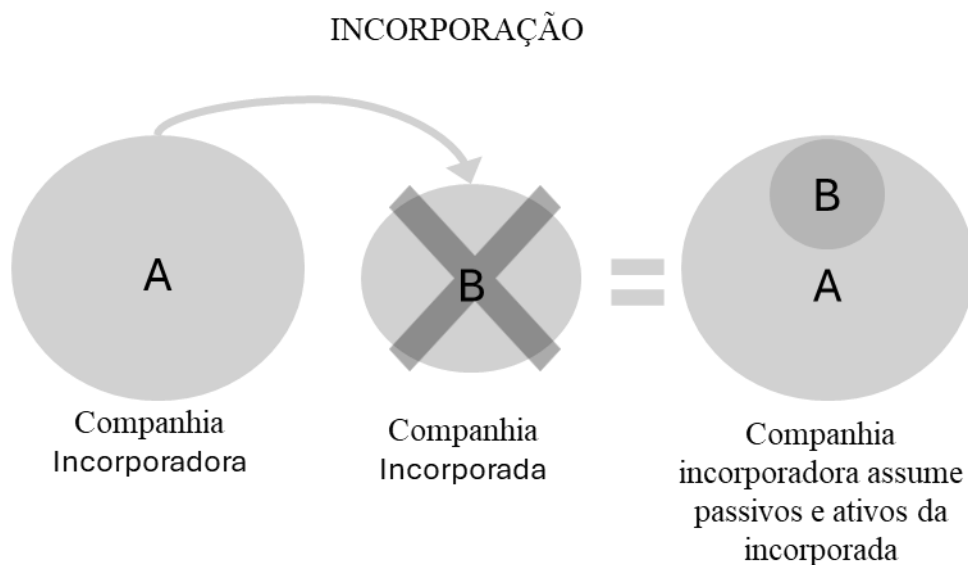
[...] Extinta que foi a empresa incorporada, a incorporadora, ao prosseguir na demanda em seu lugar, exibir o instrumento de mandato no que lhe concerne, sendo desprovidos de eficácia os substabelecimentos apresentados em decorrência do mandato primitivamente conferido pela empresa sucedida (Superior Tribunal de Justiça – STJ – 4º turma AgRg no REsp 142.215/RJ).

A aprovação da operação deve ocorrer por Assembleia Geral nas duas companhias, tendo em vista a justificação da operação previstos no Art. 225 da lei nº 6.404/76. Em uma incorporação a justificação, o patrimônio da incorporada vai para companhia incorporadora, e isto representará um aumento de capital correspondente ao patrimônio líquido da companhia incorporada. Por este motivo os sócios devem nomear peritos para aferição dos ativos e passivos da incorporada, para comprovar o valor do patrimônio líquido, nos termos do Art. 227 §1º da lei nº 6.404/76.

Os sócios da sociedade incorporadora se não houver o direito de preferência e seu exercício a subscrição desse capital terão sua participação societária diluída pelo aumento da relação de troca, na medida que o capital aumentar com a incorporação.

Por exemplo, se o capital de uma companhia aumentar de R\$ 100 para R\$ 200 e os sócios não tiverem direito de preferência para subscrição de novas ações, um acionista que possuía R\$ 20 do capital social correspondente a 20% de participação, teria sua participação diluída para 10%.

Este laudo também irá para aprovação da assembleia de sócios nos termos do Art. 227 § 3º da lei nº 6.404/76. O resultado é integração do Patrimônio líquido e dos direitos e deveres da sociedade incorporada e de seus sócios. Vido (2025) ilustra como ficaria as sociedades após a conclusão da incorporação, a imagem abaixo ilustra esta forma de reorganização societária:



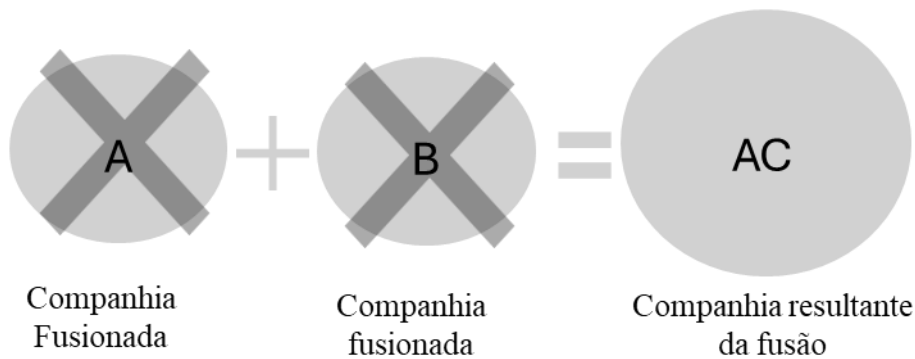
iii. Fusão: É o processo de concentração de capital no qual duas companhias se unem e desta união se forma uma nova companhia, ele se diferencia da incorporação, pois não se trata da absorção de uma sociedade por outra, mas sim a criação de uma terceira sociedade a partir das duas sociedades fusionadas que deixam de existir para formar uma nova sociedade (ARAÚJO, 2019).

A fusão como aponta Araujo, (2019), não costuma ser um método de reorganização societário muito utilizado no Brasil, pois a incorporação apresenta mais benefícios as companhias envolvidas:

[...] Preserva a personalidade jurídica de uma das sociedades (que em geral é a de maior dimensão ou reputação no mercado), reduz a averbação da unificação nos registros públicos de propriedade dos bens e requer menos formalidades do que a constituição da nova companhia criada pela fusão.

A fusão é prevista no Art. 228 da Lei nº 6.404/76 e para sua realização é necessária aprovação em assembleia de cada uma das companhias fundidas, para aprovação do protocolo de fusão e dos laudos de avaliação do patrimônio. A imagem abaixo ilustra o movimento societário:

FUSÃO

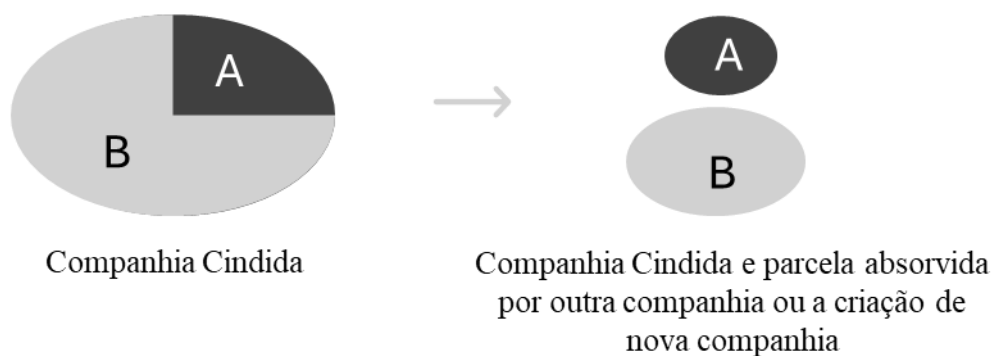


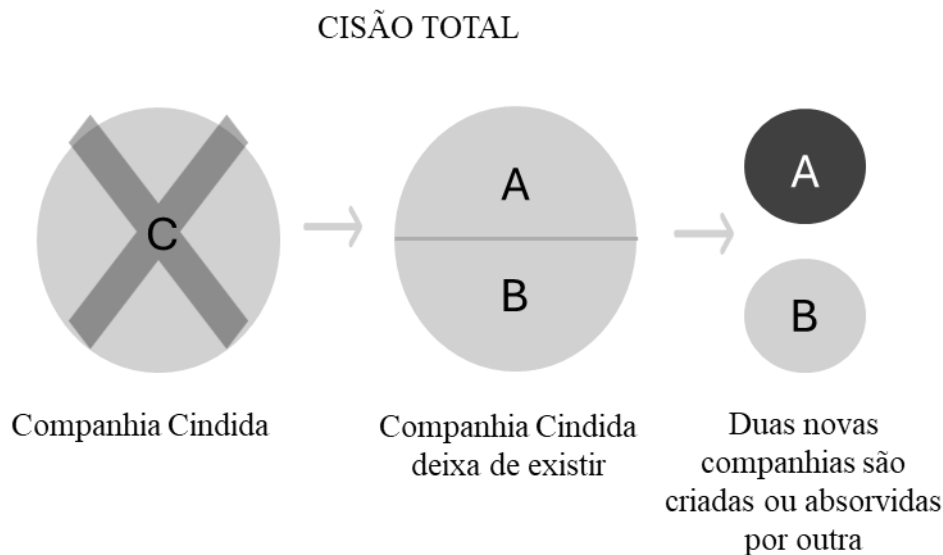
iv. **Cisão:** Representa o movimento de desconcentração de capital, conforme define Mamede (2019) representa a divisão da sociedade, onde nesta divisão se encontram o patrimônio da sociedade e seus sócios, chamado de corpo social, do qual são transferidos para uma sociedade, já existente, ou constituída para este fim.

Previsto no art. 229 §1º da lei nº 6.404/76, a sociedade que absorver o capital da companhia cindida sucede em seus direitos e obrigações, a operação deve ser aprovada por assembleia geral assim como a aprovação dos laudos sobre o patrimônio a ser cindido.

Na Cisão pode ocorrer tanto a Cisão total na qual há a extinção da sociedade cindida com a criação de uma ou mais novas sociedades, ou ainda a Cisão parcial na qual parte da sociedade é segregada da sociedade cindida e esta parte gera uma nova sociedade ou é integrada a uma sociedade existente. As imagens abaixo ilustram as duas formas de cisão:

CISÃO PARCIAL





É possível observar que ante as modalidades de modificação de capital verifica-se que, embora juridicamente estruturadas na lei, tais operações podem produzir impactos relevantes sobre os acionistas e credores, em especial nos casos de ausência de justificativa econômica.

Neste contexto, torna-se necessário aprofundar a análise sobre os requisitos formais aplicáveis às modificações de capital e as reorganizações societárias, os quais, embora garantam a sua validade jurídica, não asseguram sua legitimidade material.

3 REQUISITOS FORMAIS DAS MODIFICAÇÕES DE CAPITAL E REORGANIZAÇÕES SOCIETÁRIAS

Para que ocorra uma modificação de capital ou reorganização societária, ela deve ser aprovada por seus sócios, em Assembleia Geral, órgão máximo de deliberação da companhia, conforme Art. 122 VIII da lei nº 6.404/76. Embora possua competências privativas, a assembleia pode deliberar sobre todos os negócios relativos a companhia (CRUZ, 2020).

A assembleia pode ser ordinária ou extraordinária. A assembleia ordinária ocorre uma vez por ano nos quatro primeiros meses do ano nos termos do Art. 132 da Lei nº 6.404/76. A assembleia extraordinária pode ser convocada sempre que for preciso deliberar sobre alguma matéria privativa do Art. 122 da lei nº 6.404/76.

O rito de convocação da assembleia é importante para que haja transparência e atendimento ao princípio da publicidade dos atos societários, o edital de convocação da assembleia deve ser publicado pelo menos três vezes, com antecedência mínima de 15 dias para a primeira convocação e 8 dias para a segunda, conforme Art. 124 da lei nº 6.404/76.

O quórum suficiente para aprovação de uma operação societária será de maioria absoluta dos votos presentes, conforme está previsto no Art. 129 caput da lei nº 6.404/76. O quórum necessário para aprovação de atos societários relevantes como fusão, incorporação, cisão e alienação, deve ser o quórum qualificado que representa a maioria absoluta do capital votante, conforme Art. 136 da lei nº 6.404/76

Convocada a assembleia, a pauta dos atos societários estará no documento chamado protocolo com as especificações da operação, assinado pelos administradores e sócios, é o documento técnico da operação. A forma deste protocolo é descrita no Art. 224 da lei nº 6.404/76 com informações como número de ações, ativos e passivos do patrimônio e os critérios da relação de troca da operação societária.

O protocolo é um instrumento técnico e, como define Mamede (2019), seu descumprimento pode gerar responsabilização civil. Um exemplo ocorre quando o laudo de avaliação dos bens não está condizente com os ativos envolvidos na operação, hipótese em que o art. 226 da Lei nº 6.404/76 estabelece que a operação somente será efetivada se os peritos atestarem que o valor do patrimônio utilizado corresponde, no mínimo, ao valor atribuído pela companhia.

Embora o protocolo firme um compromisso entre as companhias, ele não se configura como contrato, mas sim uma proposta para dar subsídio a deliberação da operação em assembleia, com as informações das exposições de motivos a sua aprovação ou não (ARAÚJO, 2019).

O protocolo também deve conter os direitos e obrigações que serão contraídas, a parcela do patrimônio a que se refere. O laudo com o critério de avaliação dos bens da companhia, questões de sucessão de direitos e deveres. O valor do capital social novo, se haverá novo estatuto, ou alteração do atual, e por fim os valores da operação (MAMEDE, 2019).

Conforme explica Mamede (2019), o documento que sucede o protocolo é a justificação, um elemento vital para a alteração societária” no qual são explicados aos sócios os motivos e os objetivos da operação e o interesse das sociedade envolvidas como consta no Art. 225 I da lei nº 6.404/76.

Na justificação, deve-se também demonstrar como ficará a composição final da sociedade após a operação, com a maior proximidade possível, além do valor de reembolso ao acionista dissidente. Diferente do protocolo que é um documento mais técnico, a justificação é um documento com enfoque no convencimento dos acionistas (MAMEDE, 2019).

Após a aprovação em assembleia do protocolo e da justificação, os atos societários devem ser arquivados na junta comercial, para que possam produzir efeitos perante terceiros, conforme Art. 94 da lei nº 6.404/76 e o Art. 32, I, da lei nº 8.934/94. Porém a Junta Comercial avalia apenas o rito formal da operação societária, enquanto o racional econômico que dá materialidade a operação, acaba por ser observado pelo judiciário, ou pela CVM.

O cumprimento dos requisitos legais, garante a formalidade da operação societária, além da observância de não haver interesses particulares dos acionistas sobre a reorganização. Mas isto não coloca ponto final na discussão jurídica da legitimidade dos atos societários, onde há um debate entre a validade formal e a legitimidade material das operações.

3.1 DISTINÇÃO ENTRE VALIDADE FORMAL E LEGITIMIDADE MATERIAL

A validade formal de uma operação societária representa todo o rito processual da operação societária, do signing ao closing, perpassa pela negociação, elaboração do protocolo e da justificação, a submissão à deliberação em assembleia com quórum mínimo, apresentação de laudos, publicação e arquivamento na junta comercial (RIVERA, 2013).

Conforme define Rivera (2013), há uma corrente formalista em relação às operações societárias que defende a ideia de que a observação do rito jurídico de uma operação e não se preocupar com a substância econômica da operação, porque o direito societário protege a autonomia privada dos acionistas, pois o judiciário não pode exercer o papel de administrador dos atos da companhia, em respeito ao princípio da livre iniciativa previsto no Art. 170 CF/88.

Existe outra corrente de pensamento que se intitula como materialista na qual se defende que não basta uma operação ser formalmente perfeita, ela precisa ter legitimidade material, que trata da substância da operação, significa ter substância econômica, interesse social e racional econômico no ato feito pela companhia, isto é, ser vantajoso para a companhia este processo. Para Rivera (2013), a legitimidade material representa a realização da melhor operação possível para a companhia, e não necessariamente aos sócios, que se beneficiariam com a operação, mas pelos benefícios gerado à companhia da qual são acionistas.

Há uma terceira corrente da qual Rivera (2013) compartilha do pensamento de que compreende que a mera formalidade jurídica seria insuficiente para proteger interesses de terceiros contra decisões abusivas, mas o judiciário não pode avaliar uma negociação privada e fazer um juízo de valor para definir se um negócio é bom ou ruim para uma companhia, então deve-se equilibrar os interesses legais e materiais e o juiz analisaria se há desvios de finalidade da operação, ou abuso de poder do acionista controlador, ou ainda a violação do interesse social que é a melhor transação para a companhia, conforme Art. 115 da lei nº 6.404/76.

Então um ato societário pode ser legal do ponto de vista formal, mas materialmente inválido se houver, em alguma hipótese, desvio da finalidade para na motivação do voto do acionista que seja

contrário aos interesses da companhia, é necessário olhar para além da formalidade e observar se há claros indícios de desvio do interesse social da companhia, é como define Cunha:

[...] Pode um agente seguir estritamente os requisitos legais sob o aspecto formal, mesmo que sua intenção seja algo nocivo a companhia. Nesse caso há uma intenção de fraudar a lei (*fraus legi*), mascarada por conduta com base na forma prescrita pela norma. (CUNHA, 2018, p. 63).

Para, Rivera (2013), a jurisprudência divergiu por um tempo sobre a operação societária ter além do cumprimento formal, também a comprovação material da substância econômica que justifique a alteração, portanto os reguladores variavam entre a adoção da tese formalista e materialista.

Um exemplo sobre a análise da observância do desvio de finalidade da operação, onde há a corrente que defende que mesmo que haja um racional econômico benéfico a companhia, se há um interesse particular do acionista controlador sobre o caso, este não pode exercer seu direito de voto, é o que foi decidido no Inquérito Administrativo CVM TA/RJ20034977, proferido pela diretora relatora Norma Jonssen Parente:

[...] O Benefício do Controlador decorre do próprio contrato, por figurar nos dois lados, razão pela qual, deveria abster-se de votar, independentemente do contrato ser ou não equitativo (...) O conflito de interesses não pressupõe que os interesses sejam opostos, mas que o acionista tenha duplo interesse (CVM 2001, p. 9)

O voto da diretora é um exemplo de julgamento direcionado à avaliação formal da operação e não a sua matéria, mas o voto não foi unanimidade. Conforme aponta Rivera (2013), há uma corrente que defende que conflito de interesses se define quando não há como a companhia e o acionista terem o mesmo interesse, e não quando há benefícios tanto para a companhia, como para o acionista, foi o voto do diretor Luiz Antônio de Sampaio Campos no mesmo Inquérito Administrativo CVM TA/RJ20034977:

[...] Deve-se permitir ao acionista [controlador] votar na suposição de que ele não faltará com os deveres que lhe são compostos no Art. 115 caput e no Art. 116 p.u (...) mas comprovado, por ligeiramente que seja, que este faltou com o seu dever, seu voto será tido como ilegal e a deliberação poderá ser anulada, se este voto tiver sido determinante para a formação da maioria necessária para a votação (CVM 2001, p. 13).

Para o caso acima citado, a definição do momento que ocorre o conflito de interesses reflete a divergência entre a corrente formalista, que afirma que no momento do voto do acionista com interesse particular em uma reorganização societária, da corrente materialista, a qual defende que o

conflito de interesses só pode ser apontado se ocorrer de forma substancial, efetiva e inconciliável (RIVERA, 2013).

Esta diferença entre os votos dos juízes e reguladores, reflete que o tema está longe de ser pacificado e unânime e que as decisões sobre questões semelhantes podem resultar em decisões diferente, de modo que não é possível determinar que em uma operação societária em que a companhia e o acionista tenham benefícios, de que o voto do acionista possa ser motivo de anulação e que seus ganhos sejam revertidos nos termos do art. 115 §4º da lei nº 6.404/76.

4. RACIONAL ECONÔMICO E A LEGITIMIDADE MATERIAL DAS OPERAÇÕES SOCIETÁRIAS

O racional econômico é o critério de aferição da legitimidade material dos atos societários, é nele que se encontra sua principal aplicação no exercício do poder de controle. Isso porque as decisões estruturais da companhia são, em regra, definidas pelo acionista controlador, de modo que a análise da validade material das operações passa pelo entendimento da natureza jurídica deste poder político e de seus limites impostos.

4.1 O PODER DE CONTROLE COMO PODER-DEVER E DIREITO-FUNÇÃO

O controle de uma companhia é definido no Art. 116 da lei nº 6.404/76, no qual se considera controlador o grupo de acionistas, ou acionista que possui direitos que garantam a maioria dos votos nas deliberações em assembleia-geral, bem como eleger a maioria dos administradores e exercer efetivamente esse poder para dirigir as atividades da companhia.

O poder do acionista controlador é regulado através de controles internos, o que significa que exercidos principalmente na assembleia de acionistas, onde os direitos, deveres e restrições ao acionista que possuir o controle serão exercidos (LEITE, 2023).

Possuir o controle de uma companhia representa o direito de fato, ou direito-função de impor a vontade da maioria do capital votante sobre os atos da companhia em sentido material e como consequência, a direção da companhia, que se traduz em fazer a vontade da maioria dos acionistas votantes em assembleias, ainda que em oposição aos minoritários, ou dos administradores, se trata de um poder jurídico de direção (CARVALHOSA, 2011).

Para Carvalhosa (2023), este poder real do controlador, acaba por lhe atribuir um poder-dever de levar a companhia a cumprir sua função social, além de deveres e responsabilidades a serem cumpridos com lealdade com os demais acionistas, com os funcionários e com a comunidade de atuação da companhia, expresso no Art.116 parágrafo único da lei nº 6.404/76.

Este dever do controlador acaba por equipará-lo a um órgão social, em mesmo patamar político do poder deliberativo pela participação acionária, e do poder executivo em seu nível de direção. Tal órgão social é objeto da fiscalização seja ela pelo poder judiciário, seja pela CVM, para disciplinar suas ações e evitar o desvio do poder do controlador (GAMA, 2023).

O objetivo da fiscalização ao poder do controlador tem por objetivo a proteção dos acionistas minoritários, de fato, a simples existência de um acionista minoritário traz restrições ao poder do controlador (GAMA, 2023).

De fato, o legislador na lei das Sociedades Anônimas empodera e protege os acionistas minoritários, como o direito dos minoritários de escolher pelo menos um conselheiro ao conselho de administração, previsto no Art. 141 da lei nº 6.404/76. O direito de pedir a exibição inteira dos livros da companhia, mediante requerimento a pelo menos 5% do capital votante, conforme art. 105 da lei nº 6.404/76 (LEITE, 2023)

Esta fiscalização recai sobre a observância dos deveres do controlador. No que tange às operações societárias, é verificar se há um racional economicamente viável para seu objeto social, nesse contexto a legitimidade não depende apenas da conformidade legal, mas também de um racional econômico compatível com o objeto social da companhia (LEITE, 2023).

4.2 O RACIONAL ECONÔMICO COMO LIMITE AO EXERCÍCIO ABUSIVO DO PODER DE CONTROLE

Conforme defende Gama (2023), a falta de materialidade em uma operação societária significa a ausência de racional econômico do ponto de vista empresarial para o ato e configura o exercício irregular do poder de controle, e com isso a operação deixa de atender a interesses da companhia para beneficiar interesses particulares em prejuízo aos acionistas minoritários.

Como sistematiza Carvalhosa (2013), o exercício abusivo do poder de controle pode se manifestar de diversas formas, entre as principais:

1. Abuso de Poder - Art. 117: é quando o acionista controlador extrapola os poderes que lhe são conferidos pela prerrogativa legal do controle acionário e utilizá-lo para finalidade diversa daquela prevista em lei, havendo rol exemplificativo de hipóteses de abuso no art. 117 da Lei nº 6.404/76.

2. Abuso de Direito - Art. 115: Quando há um abuso do direito de voto, que gere dano à companhia ou outros acionistas, ou ainda que gere vantagens particulares, conforme Art. 115 caput da lei nº 6.404/76.

3. Desvio de Finalidade – Art. 116: Consiste na prática de ato voltado a finalidade diversa do interesse social da companhia e pelo não cumprimento ao dever de lealdade com os agentes e comunidade envolvidos com a companhia conforme Art. 116 da lei nº 6.404/76.

Nesse contexto, a ausência de racional econômico nas modificações de capital, ou em reorganizações societárias revela que a operação não está orientada ao interesse social da companhia, mas sim a interesses particulares, sendo hipótese de exercício abusivo do poder de controle da companhia.

Entre os exemplos de atos societários que podem configurar prática abusiva, podemos citar:

1. Aumento de Capital com objetivo de diluir os minoritários

São os casos de que o aumento de capital tem como objetivo diluir os demais sócios, onde o acionista controlador se utiliza de meios, como informações privilegiadas sobre o limite de aporte que os demais acionistas são capazes e garante que o aumento de capital seja a determinado preço e volume, de modo a impedir que os minoritários acompanhem o investimento e mantenham seu percentual de participação na companhia e acabem sendo diluídos (CUNHA, 2018).

2. Redução de Capital abusiva

Quando o controlador aprova a redução de capital, por excesso de capital, apenas com o objetivo de retirar dinheiro da companhia e transferi-lo aos sócios, ainda que os acionistas dissidentes tenham direitos a serem restituídos, pode prejudicar os credores e a companhia.

A companhia com a redução de capital sem um racional que preserve sua solvência, pode acarretar a sua subcapitalização, que representa o capital aquém dos riscos da atividade exercida e podendo ser enquadrado perante a credores, ou sócios dissidentes um abuso da personalidade jurídica, nos termos do Art. 50 do CC/02 (CRUZ, 2020).

3. Reorganização Societária Artificial

Em reorganizações societárias como fusão, cisão, incorporação e transformação, já ocorreram diversos casos de operações que tiveram desvio de finalidade para beneficiar interesses de sócios controladores.

Para Cunha (2018), um exemplo de caso emblemático de uso de reorganização societária para interesses particulares é o caso do Processo Administrativo Sancionador CVM RJ2001/4474 sobre os abusos praticados na companhia SAM Indústrias S.A no qual o controlador alienou os ativos produtivos da companhia beneficiando apenas o controlador da companhia, e passou a realizar empréstimos na Companhia SAM Indústrias para beneficiar as companhias alienadas, e quando chegou na hora de distribuir dividendos e honrar os empréstimos, o controlador informou que não teria recursos para isso.

O processo resultou na responsabilização do acionista controlador e administrador da companhia controladora uma das maiores multas já aplicadas pela CVM, no valor de R\$ 243.175.211,40. No voto do redator ficou evidenciado o artigo 117 da lei nº 6.404/76:

[...] Assim sendo, entendo comprovada a ocorrência de grave abuso de poder de controle, na tipificação constante das alienas "a" (levar a companhia a favorecer outra sociedade em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia), "c" (promover a adoção de políticas e decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários), e "f" (contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas) do § 1º do art. 117 da Lei nº 6.404/76.

Outro caso que exemplifica a artificialidade de uma reorganização para interesses particulares foi o caso Bombril-Cirio no qual o controlador orientou a aquisição da companhia Cirio Holding do grupo econômico do acionista controlador, sem prestar as informações precisas aos acionistas minoritários, passando a se chamar Cirio-Bombril (CUNHA, 2018).

Após a operação, com o pretexto de alto custo de captação de recursos, o grupo econômico do acionista controlador readquiriu a companhia, mas com pagamento a prazo, a CVM, pelo Processo Administrativo Sancionador PAS 04/1999 que a operação seria paga, na verdade, com o valor dos dividendos a receber do controlador, configurando um contrato de mútuo desfavorável a companhia.

Ademais o controlador sabia do interesse de outra companhia em ativo da Cirio, por este motivo, promoveu a recompra do ativo, demonstrando claro interesse particular em prejuízo a companhia e aos sócios minoritários, como fala no relatório da CVM condenando o administrador:

[...] a) por aprovar a venda da Cirio Holding sabendo do interesse da Parmalat em adquirir a divisão de laticínios, obtendo lucro em detrimento dos acionistas minoritários da Bombril, e por desviar sistematicamente recursos desta empresa para empresas vinculadas ao acionista controlador, através de contratos de mútuo, caracterizando exercício abusivo de poder e conflito de interesses, em infração ao artigo 117, parágrafo 1º, alíneas "a", "c" e "e", da Lei nº 6.404/76, na qualidade de acionista controlador; b) pelas mesmas irregularidades descritas acima, infringindo os artigos 155, incisos I e II, e 156, "caput" e parágrafo 1º, da Lei nº 6.404/76, na qualidade de presidente do conselho de administração; (1999, p. 6)

Percebe-se que os administradores e os integrantes do conselho de administração possuem responsabilidade pessoal sobre os prejuízos gerados à companhia e seus acionistas minoritários.

Os deveres e sanções dos administradores são previstos do Art. 154 a 159 da lei nº 6.404/76 e são pautados no dever de lealdade com sócios e credores, responsabilidade pelas ações da companhia e cumprimento de seu fundamento social e diligência ao tratar dos negócios com zelo e cuidado necessário a gestão de uma companhia.

O uso de transações para expropriação e tirar vantagens indevidas de uma companhia com prejuízos aos minoritários é denominado por Camargo (2012) de doutrina de tunneling ou exploration dentre tais práticas pode-se destacar de expropriação de ativos, na qual a operação é realizada com ativos em valores maiores para incorporação e menores para alienação/cisão, sendo práticas de difícil identificação e nunca espontaneamente divulgadas.

Para Camargo (2012), o Tunneling, a retirada de recursos e bens realizada pelo sócio majoritário sem repartir com demais sócios e interessados são ações comuns no mundo todo, especialmente em países em desenvolvimento, no qual, as políticas de autorregulação não são totalmente implementadas, devendo aos agentes reguladores e judiciário exercer a fiscalização contra estas práticas.

Para Camargo (2012), a questão da expropriação dos minoritários possui algumas linhas que são sinais de alertas para a prática de tunneling;

- a. Concentração de poder; quanto maior o poder societário, como poder político de um controlador, maior será seu incentivo a não buscar consultar os minoritários e agir em causa própria.
- b. A responsabilidade de controlador; sua responsabilidade pela tomada de decisões na companhia, não tende a ser do tamanho do seu poder político, isto é, a responsabilização é do conselho de administração em maior grau e isto, gera incentivos a praticar atos abusivos.
- c. Divulgação de informações ao mercado; salvo as exigências legais, os controladores não possuem incentivos em divulgar atos societários e isto dificulta a contestação dos minoritários, especialmente em transações com partes relacionadas.

Então pode-se subentender que o controlador possui um incentivo orgânico em obter vantagem de sua situação de controle, e quanto maior seu controle e poder político, maior será o impulso a realizar alguma prática abusiva ao minoritário. Diante deste cenário, a construção de um racional econômico que tenha substância que justifica a ação societária é a melhor proteção aos demais acionistas e partes interessadas.

Para Gama (2023), sem um racional econômico que sustente os pilares (i) cumprimento do objeto social da companhia do Art. 116 parágrafo único da lei nº 6.404/76 (ii) não haver voto conflitante entre o interesse da companhia com o do controlador, se houver, o controlador deve se abster do voto conforme Art. 115 caput e § 1º da lei nº 6.404/76 e (iii) todas as hipóteses de abuso de poder listadas no Art. 117 da Lei nº 6.404/76, a operação societária não se sustenta, pois não existe substância econômica que justifique tal ato.

4.3 A JUSTIFICAÇÃO COMO INSTRUMENTO DE DEMONSTRAÇÃO DO RACIONAL ECONÔMICO

Os documentos de protocolo e justificação devem ser elaborados antes da assembleia de deliberação do ato societário, enquanto o protocolo trata da redação contratual entre as partes, a justificação é o documento que traz os motivos de convencimento para a deliberação favorável ao ato, ela está prevista no art. 225 da lei nº 6.404/76 e deve conter essencialmente (i) motivo, fins e interesse da companhia (ii) se haverá alterações acionárias e sua composição final (iii) valor da ação a quem decidir deixar a sociedade.

Em suma, a justificação deve explicar a substância econômica que motivou a companhia e quais os efeitos esperados da operação, qual será a posição dos acionistas atuais e dos novos e a que preço será pago pela ação.

Para Mamede (2019), a justificação é o elemento mais importante e essencial para modificação de capital ou reorganização societária, para que o exercício político do voto seja adequado, principalmente em sociedade de capital acionário pulverizado.

A justificação deve atender a princípios fundamentais como o da socialidade, que representa cumprir o interesse social da companhia, que vai além de seu objeto social. Princípio da eticidade e moralidade que representa agir com boa-fé e probidade, além dos princípios da veracidade das informações passadas e o princípio da não surpresa, que representa não haver eventos que estarão previstos no documento. (MAMEDE, 2019).

Nesse contexto, a justificação representa o principal instrumento de explicação do racional econômico da operação, na qual se evidencia a legitimidade material da modificação de capital, que está condicionada às razões expostas sobre os benefícios para a companhia, em alinhamento ao seu funcionamento social e função econômica (GAMA, 2023).

A não apresentação da causa econômica legítima ou, ocultando os interesses particulares dos controladores na justificação, leva a desvirtuação da operação societária e assim há elementos para dizer que há falta de legitimidade material do ato e este não deve prosperar.

Pode-se dizer, conforme define Gama (2023), que para os controladores a justificação possui, além de instrumento de convencimento deliberativo, possui poder probatório determinante junto a órgãos reguladores.

Uma justificativa genérica, imprecisa, ou ainda, omissa, quanto aos itens do artigo 225 da lei 6.404/76, gera uma nuvem sobre o ato societário, esta falta de clareza na operação por parte do controlador é um dos principais elementos abusivos, como o tunneling, que é a expropriação dos

ativos, ou o sacrifício do interesse social da companhia, ou qualquer prática que lese a companhia, ou os acionistas minoritários.

Assim, a fragilidade, ou inconsistência de uma justificativa, pode levar a caracterização do exercício abusivo do poder de controle, seja ela na forma de abuso de poder, abuso de direito, ou desvio de finalidade. Tal situação torna a operação passível de anulação judicial, quando demonstrado que a deliberação foi formada com base em informações insuficientes, imprecisas ou distorcidas.

5 DEVERES FIDUCIÁRIOS, DECISÃO NEGOCIAL E APLICAÇÃO PRÁTICA

A discussão sobre o racional econômico nas operações societárias não se limita à ação do acionista controlador, mas vai além e passa pela gestão da companhia que também deve atuar com zelo pelos interesses da empresa, em atenção aos seus deveres fiduciários previstos na lei nº 6.404/76.

Os deveres e responsabilidades dos administradores de companhias estão previstos dos artigos 153 a 159, entre eles podemos destacar o Dever de Diligência previsto no Art. 153 caput da lei nº 6.404/76.

Para Cruz, (2020), se trata de uma cláusula aberta para compreensão, para aplicar este conceito é preciso definir primeiro que ser diligente é atuar conforme as melhores práticas das ciências da administração de empresas, então o administrador deve ir além de administrar bem, ele deve informar, investigar, vigiar a companhia.

A aplicação do dever de diligência exige que todo ato tenha um racional econômico na decisão, sua ausência pode indicar atuação incompatível do gestor, que extrapola seu dever de diligência, que é zelar pelos meios praticados com determinado objetivo, e não seus efetivos resultados (CRUZ, 2020).

A norma determina que o gestor deve se concentrar nos meios utilizados, o Art. 154 da lei nº 6.404/76, que prescreve que o administrador devem pautar suas ações para os fins e interesses da companhia e praticar as atribuições que o estatuto lhe dá para os interesses da companhia, sempre em respeito ao bem público e da função social da companhia.

Para Cruz (2020), este conceito de apuração da diligência do administrador foi desenvolvido nos Estados Unidos, através da doutrina “business judgment rule” que tem por objetivo estabelecer os seguintes critérios sobre a atuação (i) independente, (ii) desinteressada, (iii) informada e (iv) no interesse da companhia. Nestes aspectos, a racionalidade econômica da decisão tomada, serve para verificação se tais critérios foram observados.

O Art. 154 §1º demonstra uma importante aplicação das ciências administrativas ao definir que o administrador, mesmo que eleito por grupo de acionistas, possui os mesmos deveres de lealdade e diligência com os demais acionistas e com a companhia, e não pode, mesmo que seja para proteger os interesses de quem o nomeou faltar aos seus deveres.

Outro importante dever do administrador é o de Lealdade, está previsto no Art. 155 I, II e III da lei nº 6.404/76, no qual o administrador deve ser leal a companhia, e isto quer dizer não agir em interesses pessoais, ou de terceiros, independente de prejuízo à companhia. Tampouco pode se escusar de exercer direitos que resguardem a companhia, seja para seus interesses ou de outros, ou não realizar negócios benéficos a companhia, ou ainda se desfazer de bens que são interessantes a companhia.

No âmbito empresarial, o sigilo das informações da companhia antes de sua divulgação oficial é fundamental, para evitar a prática chamada de Insider trading, que significa usar de informações sigilosas da companhia para obter vantagens financeiras, sendo crime tipificado no Art. 27-D da lei nº 6.385/76 com pena de 1 a 5 anos de reclusão além de multa (CRUZ, 2020).

Outro dever importante do administrador é o dever de informar, atos relevantes sobre vantagens que possam ter recebido, atos realizados pela companhia, em especial para companhias abertas, conforme Art. 157 da lei nº 6.404/76.

A norma é abstrata na fiscalização ao administrador, mas segue a tendência da doutrina business judgment rule, na qual o objetivo não é fiscalizar os resultados praticados pelo administrador, deixando prevalecer a livre iniciativa das companhias prevalecerem, mas sim o meio de atuação realizado, que representam a racionalidade em suas ações.

Conforme define Silva (2024), o órgão regulador e o judiciário, não entram no mérito do “sucesso do ato”, mas avaliam se houve um processo decisório correto, com simetria de informações, se há a identificação de irracionalidade, ou uma ação sem as informações suficientes para tomá-la, pode haver a responsabilização dos administradores.

Seguindo esta linha, o racional econômico funciona como critérios de aferição da atuação dos administradores, sendo possível distinguir atos societários legítimos de ações abusivas de poder de controle.

5.1 APLICAÇÃO PRÁTICA: AUMENTO DE CAPITAL E PREÇO DE EMISSÃO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais e das companhias abertas, passou a adotar a abordagem material na análise de atos societários, privilegiando o processo decisório e substância econômica, em linha com a doutrina business judgment rule e em detrimento da análise meramente formal.

Um grande exemplo desta mudança ocorreu no Processo Administrativo Sancionador - PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 no qual analisou, a pedido dos acionistas minoritários um aumento de capital com diluição injustificada e conflito de interesses nos termos do Art. 170 § 1º e 7º da lei nº 6.404/76.

No Caso concreto, o Grupo Saraiva realizou um aumento de capital que estava previsto em seu Plano de Recuperação judicial e os acionistas minoritários contestaram o valor do preço de emissão das novas ações, sendo que os administradores envolvidos integravam o grupo controlador da companhia, o que gerou alegação de potencial conflito formal de interesses, pois os interessados diretos pela aprovação do aumento, votaram em assembleia a favor, mas que foi validado sob a ótica material.

O redator do processo foi afastou esta tese, ao definir que há um nível de discricionariedade na estipulação do preço das ações, e que o critério adotado, que no caso foi a perspectiva de rentabilidade, é um critério válido conforme Art. 170 §1º I da lei nº 6.404/76.

Neste caso, foi demonstrado que a substância econômica da operação prevalece sobre sua aparência formal, onde a operação possuía uma forma aparentemente irregular, o racional econômico da operação permitia aferir sua legitimidade material, sendo a irregularidade formal insuficiente, ante a existência de justificativa econômica suficiente:

[...] No caso concreto, dentro do racional de harmonização de interesses públicos e privados, é importante chamar atenção para o fato de que o Preço de Emissão, o critério de sua fixação, o Aumento de Capital e os eventos societários (AGE e RCA) foram implementados pela Companhia e pelos Acusados em decorrência do cumprimento do PRJ, devidamente aprovado em assembleia geral de credores e homologado pelo Juízo competente. (PAS CVM nº 19957.003175/2020-50 p. 19)

Um ponto importante levantado pelo relator foi que mesmo para aqueles que defendem a teoria formal de análise das operações, é preciso avaliar o mérito dos interesses dos stakeholders, salvo contrário, não haveria espaço para a análise de mérito das operações societárias"

[...] Diante da constatação de que o conflito de interesses entre acionistas e respectivas companhias, em maior ou menor grau, tende a ocorrer de forma constante, não parece fazer sentido que se impeça o exercício de voto, preventivamente. Sem que se proceda a uma análise de substância acerca dos interesses envolvidos (acionista e companhia) e, conseqüentemente, do teor do voto proferido, seriam proibidos votos perfeitamente regulares, justos e válidos. Como se viu, os conflitos de interesses podem ser esperados entre o acionista e a companhia.

É interessante notar que até mesmo a tese do conflito formal – que advoga pelo impedimento ex ante do exercício do direito de voto – depende, em alguma medida, de uma avaliação de mérito sobre os interesses em jogo. Não fosse analisada a substância dos interesses, nem mesmo de forma superficial, o conflito formal geraria uma enxurrada injustificada de situações de impedimento de voto. Considerando que os acionistas têm interesses próprios, diferentes, opostos e, muitas vezes, conflitantes com os da companhia, proibir o exercício do direito de voto sem analisar a essência

dos interesses envolvidos e da extensão do conflito existente conduziria à inusitada situação de que nenhum voto poderia ser proferido. Mais grave ainda, a competência para definição dos impedimentos de voto seria detida pelos acionistas que não detêm a maioria do capital social votante, em uma subversão descabida do princípio majoritário, o que será aprofundado mais adiante. Obviamente, não é essa a intenção da lei.

Interessante observar como o relator afasta a ideia de impedimento automático do voto do acionista controlador apenas pela existência de interesses próprios na operação. Para a CVM, a análise deve recair sobre a substância dos interesses envolvidos e sobre os efeitos concretos da deliberação para a companhia. Esse entendimento aproxima-se da corrente materialista estudada neste trabalho, segundo a qual a legitimidade da operação depende da verificação do interesse social e da substância econômica que a sustenta, e não apenas da observância de critérios formais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Neste trabalho demonstrou-se que modificações de capital podem ser formalmente válidas, porém materialmente ilegítimas, na medida em que a legitimidade material não decorre apenas do cumprimento dos ritos legais, mas que os atos societários possuam racional econômico que os justifique.

A validade formal trata da observância do processo societário, que perpassa pela deliberação em assembleia, protocolo, justificção, e seu devido registro, enquanto a legitimidade exige a conformidade do ato com o interesse social da companhia.

Foi possível compreender que o exercício do poder de controle de uma companhia possui o poder político para definir os atos da companhia, mas que este poder não é absoluto, tratando-se de um poder-dever do controlador em atuar dentro do limite do interesse social da companhia, sob pena de exercer abuso de poder ou conflitos de interesses previstos nos arts. 115 e 117 da lei nº 6.404/76.

Neste sentido, o racional econômico possui papel determinante como critério jurídico de aferição da legitimidade material de operações societárias, transpondo a análise formal e impondo a necessidade de substância econômica que ampare o ato.

A justificção da operação é o centro desta comprovação material, além da função informativa, representa o instrumento de demonstração do racional econômico, que permite o exercício do direito a voto aos acionistas e como instrumento probatório da legitimidade da operação.

Também foi demonstrado que além do controlador, o administrador possui deveres fiduciários, como o de ser diligente e leal à companhia e aos seus acionistas, independente de quem o elegeu ao

cargo, e o cumprimento de seus deveres em atos societários tem no racional econômico, o critério de validação de suas decisões.

Portanto, atos societários sem racional econômico podem ser abusivos, violar o interesse social da companhia e ensejar sua anulação e a reparação dos danos pelos responsáveis, se comprovada a fragilidade da substância econômica que justificou a operação.

Por fim, pode-se concluir que a lei nº 6.404/76 possui a capacidade de oferecer instrumentos adequados à solução de conflitos que surgem em sociedades anônimas a partir de uma análise sistemática, que considere não apenas a forma dos atos, mas também sua substância econômica e sua racionalidade em conformidade com o interesse da companhia.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAÚJO, Daniela Aranha de. **Incorporação transfronteiriça à luz do direito societário brasileiro**. São Paulo: Almedina, 2019. Acesso em 02/05/2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Inquérito Administrativo nº TA/RJ2001/4977 (Caso TIM)**. Relatora: Norma Jonssen Parente. Rio de Janeiro, 19 dez. 2001. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2001/20011219_R1/20011219_D01.html. 02/05/2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Parecer de Orientação CVM nº 35**, de 1º de setembro de 2008. Rio de Janeiro, RJ, 2008. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html> 02/05/2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo Administrativo Sancionador nº 19957.003175/2020-50 (Caso Saraiva)**. Relator: Diretor Alexandre Costa Rangel. Rio de Janeiro, RJ, 16 ago. 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2022/20220816_PAS_199570031752_02050.pdf 02/05/2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo Administrativo Sancionador nº RJ2001/4474 (Caso SAM Indústrias)**. Rio de Janeiro, RJ, 2001. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/>. 02/05/2026.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.html. 02/05/2026.

CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de acionistas: em homenagem a Celso Barbi Filho**. São Paulo: Saraiva, 2011.

CUNHA, Lucas Marsili da. **Formas de coibir o abuso do poder de controle nas sociedades anônimas**. 2018. 221 f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2018, http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-15102020-195821/publico/9246032_Dissertacao_Parcial.pdf último acesso em 12/06/2026.

GAMA, Lucas Camargo. **O poder de controle na Lei das S.A. e as companhias abertas: definição legal e crítica.** 2023. 287 p. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2023 <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-09042024-103741/publico/8995440MIO.pdf> último acesso em 12/06/2026.

GOMES, Filipe da Silva. **Abuso de Poder de Controle por Ato Lesivo ao Interesse Nacional: uma Releitura do Direito Societário pelo Direito Econômico.** 2024. 254 f. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2024. <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2133/tde-11112024-160054/publico/7635748DIO.pdf> último acesso em 12/06/2026.

LEITE, Alyne de Oliveira, **As sociedades anônimas e o direito do recesso como norma de proteção aos acionistas minoritários na reorganização societária**, v. 5 n. 1 (2023): Novos desafios para a pesquisa no Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios da UNISINOS, 2023, <https://revistas.unisinos.br/index.php/rden/article/view/27161/60749855> último acesso em 12/06/2026.

MAMEDE, Gladston. **Direito societário: sociedades simples e empresárias.** 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2019.

RIVERA, Jandra Victoria Muñoz. **Conflito de interesses no âmbito do Direito Societário.** 2013. Monografia (Bacharelado em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013. <https://zandy.io/title/10.17771/pucrio.acad.22466> último acesso em 12/06/2026.

SILVA, Izabel Cristina de Lima e; FIGUEIREDO, Laura Faria Reis; RIBEIRO, Lucas Zauli (Org.). **Estudos sobre conflitos societários.** Belo Horizonte: Editora Expert, 2024 <https://experteditora.com.br/estudos-sobre-conflitos-societarios/> último acesso em 12/06/2026.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário**, volume 1. 9. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2013.

VIDO, Elisabete, **Curso de Direito Empresarial**, volume 13º ed. Saraiva Jus, 2025