

Doutrina

DA LEGALIDADE DA EMISSÃO DE AÇÕES PREFERENCIAIS PARA DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA, POR SOCIEDADE CONTROLADA POR CAPITAIS ESTRANGEIROS

ARNOLDO WALD e LUIZA RANGEL DE MORAES

1. Hoje, passados quase vinte e cinco anos da edição da lei instituidora do regime do capital estrangeiro — Lei 4.131, de 3 de setembro de 1962 — há ainda questões jurídicas altamente polêmicas que gravitam em torno de suas normas, dentre as quais a que se inscreve no art. 40, assim redigida:

“Art. 40. As sociedades de financiamento e de investimentos somente poderão colocar no mercado nacional de capitais, ações e títulos emitidos por empresas controladas por capital estrangeiro ou subordinadas a empresas com sede no estrangeiro, que tiverem assegurado o direito de voto”.

2. De acordo com o mencionado texto legal, as sociedades controladas por capital estrangeiro ou que estejam subordinadas a empresas com sede no Exterior, só podem ir ao mercado, através da intermediação de instituição financeira, para distribuição pública de *ações com direito a voto*, vedada, portanto, a emissão de *ações preferenciais sem direito de voto*, para colocação no mercado.

3. Antes de encaminhar o debate sobre a vigência do dispositivo legal em referência, cabe, preliminarmente, tecer algumas considerações sobre as diretrizes metodológicas que devem orientar na interpretação e aplicação de normas jurídicas de modo a garantir que a política legislativa

subjacente à norma seja efetivamente implementada e que a regra jurídica seja compatível com as suas finalidades dentro de determinado contexto social, político e econômico.

4. As palavras utilizadas pelo legislador constituem a expressão de seu pensamento, e, portanto, devem ser interpretadas levando em conta o estado de direito e a *mens legis*, pressupondo-se a sua racionalidade e congruência. É o que doutrina Windscheid, aduzindo que a *ratio legis* é, em suma, a finalidade que se pretendeu conseguir com a lei.¹

5. A tendência da moderna teoria jurídica orienta-se, cada vez mais, no sentido de repelir a interpretação puramente literal e mecânica de dispositivos legais,² propugnando pela atividade exegética criadora e essencialmente construtiva, relacionada à sua aplicação ao fato concreto.

6. Chegou-se a assinalar, na doutrina e na jurisprudência norte-americanas, que a interpretação literal pode transformar a lei numa “caricatura grotesca” da intenção do

1. Bernardo Windscheid, *Diritto delle Pandette*, vol. I, trad. de Carlo Fadda e Paolo Emilio Bensa, Torino, Unione Tipografico-Editrice Torinese, § 21, p. 66.

2. Arnoldo Wald, “Os Métodos Modernos de Interpretação”, in *Revista de Direito Civil*, vol. 31, p. 7.

legislador, sendo que a maturidade e o desenvolvimento do direito se evidenciam quando os magistrados dão maior ênfase aos propósitos e objetivos da lei do que às palavras por ela empregadas.³

7. Nosso Supremo Tribunal Federal, à semelhança da Suprema Corte norte-americana, admite que deve exercer o papel eminentemente construtivo do direito, "com as mesmas funções de freio e também de acelerador do Poder Legislativo", cabendo-lhe ainda as de "cientista político, legislador trabalhista, elaborador de diretrizes políticas (*policy maker*) e economista".⁴

8. Os autores europeus contemporâneos, por sua vez, ressaltam a teoria da "lógica do razoável", no sentido de que seja perquirido, sempre, na aplicação do direito à situação concreta, a conciliação dos princípios da equidade com os princípios da segurança jurídica, de modo que a solução encontrada realce os valores sociais e econômicos envolvidos.⁵

9. Neste sentido, salientou-se que existe, no tocante ao direito, uma dialética do formalismo e do pragmatismo, o primeiro mais vinculado à letra da lei e à tradição e o segundo dando maior ênfase às consequências da aplicação da lei, num certo momento, dentro do contexto existente numa sociedade determinada. Cogitou-se também de uma outra dialética que poderia opor, de um lado, a razão e a realidade, como elementos objetivos, e, de outro lado, a vontade e a valorização, ingredientes subjetivos, cabendo ao juiz, ou ao administrador, contabilizar todos esses elementos, numa verdadeira colaboração com o legislador.⁶

3. Jerome Frank, *Courts on Trial*, Princeton, Princeton University Press, 1950, pp. 292 e ss.

4. Min. Aliomar Baleeiro, no Voto proferido nos ERE 75.504.

5. Chaim Perelman, *Logique Juridique, Nouvelle Rhétorique*, Paris, Dalloz, 1975, pp. 105 e ss. e 135, e *La Réforme de l'Enseignement du Droit et la Nouvelle Rhétorique*, Archives de Philosophie du Droit, Paris, Sirey, t. XIX, pp. 168-169.

6. Chaim Perelman, *Éthique et Droit*, Éditions de l'Université de Bruxelles, 1990, pp. 440-441.

10. Foi na realidade, essa interpretação construtiva, a *construction* do direito anglo-saxão que permitiu uma relativa permanência de importantes diplomas legislativos durante longo tempo e não obstante as grandes transformações sofridas, em todos os setores, pela sociedade. Foi, em certo sentido, o que aconteceu com a Constituição norte-americana e com o Código Napoleão, com cerca de duzentos anos de vigência a até com o nosso Código Civil, cuja elaboração data da última década do século passado.

11. Assim sendo, partindo da moderna metodologia da interpretação jurídica, pode-se afirmar que a tarefa do intérprete e do aplicador da lei é a mais construtiva possível, ultrapassando a mera interpretação literal do texto normativo, para aprofundar-se na *ratio* investigando os objetivos e finalidades visados pelo legislador, sem descurar da necessária ênfase aos aspectos sociais e econômicos envolvidos, de modo a evitar injustiças e iniquidades.

12. Nesse diapasão, a Lei de Introdução ao Código Civil, no enunciado do art. 5º, consagrou a exegese integrativa da lei que se aplica tanto ao magistrado como às autoridades administrativas incumbidas de interpretar e dar aplicação às disposições legais:

"Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum".

13. Portanto, *in casu*, à luz destas premissas e diretrizes exegéticas é que a autoridade, que tem a seu cargo a aplicação da lei ao caso concreto, deve examinar e definir os limites e os casos nos quais podem ocorrer as emissões de ações por companhias controladas por capitais estrangeiros.

14. Há mais de trinta anos, o objetivo do legislador, quando da instituição do regime do capital estrangeiro, ao erigir a norma impressa no art. 40, foi o de somente permitir a utilização do então muito incipiente e ainda quase inexistente mercado de capitais brasileiro por empresas estrangeiras que pre-

tendessem nacionalizar, ao menos parcialmente, o seu capital, ou seja, que buscassem, via distribuição pública de ações votantes, contar com a presença dos subscritores brasileiros nas suas assembléias gerais, permitindo, dessa forma, a sua influência nas decisões empresariais.

15. Segundo Herculano Borges da Fonseca, a finalidade da disciplina, à época, de conjuntura de crédito estreita, foi a de evitar a utilização do mercado interno nacional, "onde prepondera a procura sobre a oferta, de modo cada vez mais intenso, para o levantamento de fundos destinados a empresas controladas do Exterior, vale dizer, empresas localizadas e controladas por residentes de países mais capitalizados, e que, conseqüentemente, deveriam suprir com o capital que se fizer necessário, as empresas localizadas no Brasil, por elas controladas ou a elas subordinadas".⁷

16. Entretanto, arremata Borges da Fonseca, a colocação no mercado de capitais, de ações com direito a voto, emitidas por empresas estrangeiras, na medida em que permitem aos brasileiros interferir na gestão destas empresas, tem por efeito "induzir à nacionalização parcial e progressiva das companhias que se utilizam do mercado de capitais brasileiros para seu engrandecimento".⁸

17. Em parecer publicado em 1972, sob o título "Emissão de Ações Preferenciais por Empresa Estrangeira Sediada no Brasil", afirmamos que o artigo 40 da Lei n. 4.131, de 3.9.62, tinha sido revogado com base nos seguintes e principais fundamentos de direito:⁹

a) a Lei do Mercado de Capitais (Lei n. 4.728 de 1965) regulou, por completo, a

matéria relativa ao acesso ao sistema financeiro nacional e ao mercado de capitais de empresas estrangeiras, ficando, assim, revogada ou derogada a regulamentação existente sobre esta mesma matéria na Lei n. 4.131/62, em virtude do disposto no art. 2º, § 1º, da Lei de Introdução ao Código Civil;¹⁰

b) a derrogação decorreu, ainda, da incompatibilidade entre os dois textos (das Leis ns. 4.131 e 4.728), que são inconciliáveis quanto às competências para estabelecer as restrições e quanto à filosofia aplicável na matéria, pois o diploma de 1962 estabelece normas gerais e permanentes, enquanto a Lei n. 4.728 só admite as restrições ao capital estrangeiro em circunstâncias excepcionais;

c) o art. 23, § 5º, b, da Lei n. 4.728 não considerou como utilização do mercado financeiro nacional a emissão de debêntures conversíveis em ações e *a fortiori* o lançamento de ações sem distinguir entre as ordinárias e as preferenciais;

d) as normas sobre as sociedades de capital aberto constituem um direito especial, com um tratamento próprio na sistemática jurídica brasileira, não se lhe aplicando necessariamente as regras de direito comum, e, na regulamentação específica dessa categoria de empresas não se tinha feito, até o momento da divulgação do referido parecer (em 1972), qualquer distinção entre as sociedades anônimas de capital aberto nacionais e estrangeiras ou controladas por capital estrangeiro.

e) a norma do art. 40 da Lei n. 4.131/62 não mais atendia à finalidade desejada pelo legislador da época de sua edição, já que inexistia, por ocasião da publicação do mencionado parecer, em relação aos papéis novos para lançamento na Bolsa, um ex-

7. Herculano Borges da Fonseca, *Regime Jurídico do Capital Estrangeiro*, Ed. Letras e Artes, RJ, 1963, p. 146.

8. Herculano Borges da Fonseca, *ob. e loc. cit.*

9. Arnaldo Wald, "Emissão de Ações Preferenciais por Empresa Estrangeira Sediada no Brasil", in *Estudos e Pareceres de Direito Comercial*, Ed. RT, 1972, vol. I, pp. 111-119.

10. Art. 2º, § 1º, da Lei de Introdução ao Código Civil: "A lei posterior revoga a anterior quando expressamente o declare, quando seja com ela incompatível ou quando regule inteiramente a matéria de que tratava a lei anterior" (os grifos são nossos).

cesso de oferta sobre a procura, reconhecendo-se, ao contrário, a necessidade da abertura de capital por um maior número de empresas, situação que perdura no presente momento, pois, enquanto crescem a economia do país e o mercado de capitais, o número das sociedades anônimas abertas não tem crescido, sofrendo até injustificada redução com o fechamento do capital de várias empresas, nos últimos anos.¹¹

18. No entanto, naquela oportunidade, o Banco Central do Brasil não acolheu esse entendimento, considerando vigente a restrição da Lei n. 4.131/62, embora não tenha divulgado texto oficial sobre a matéria.¹²

19. Após o nosso parecer de 1972, duas importantes leis foram editadas: a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 — que revogou o Decreto-lei n. 2.627, de 26.9.40, passando a reger as sociedades por Ações, e a Lei disciplinadora do Mercado de Valores Mobiliários — Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 — que passou, em substituição à Lei n. 4.728/65, a disciplinar a emissão e a distribuição de valores mobiliários no mercado, bem como a intermediação e negociação neste mercado.

20. Nenhum destes dois diplomas, que passaram a regular inteiramente toda a matéria relativa à emissão de ações e outros títulos, por sociedades anônimas, e a sua colocação no mercado de valores mobiliários, trouxe em seu bojo qualquer dispositivo restritivo à emissão de ações preferenciais por empresas controladas por capitais estrangeiros.

21. Ao contrário, a legislação de 1976 é inteiramente voltada a promover o desenvolvimento ordenado e regular do merca-

do, com disposições de fomento para as emissões de valores mobiliários, estimulando a abertura e a democratização do capital das companhias.

22. Por outro lado, descabe, na espécie em estudo, o argumento baseado no princípio exegético de que “a disposição geral posterior não revoga a especial” (*lex posterior generalis non derogat legi priori speciali*), na medida em que a disposição do art. 40, por estar impressa no capítulo das disposições relativas ao crédito, ostentaria um caráter de norma especial em relação às normas relativas ao mercado de valores mobiliários.

23. Para refutar esse argumento, vale invocar as lições do consagrado civilista Carlos Maximiliano, que, explicando esse preceito clássico afirma:

“*Pode a regra geral ser concebida de modo que exclua qualquer exceção; ou enumerar taxativamente as únicas exceções que admite; ou, finalmente, criar um sistema completo e diferente do que decorre das normas positivas anteriores: nesses casos o poder eliminatório do preceito geral recente abrange também as disposições especiais antigas. Mais ainda: quando as duas leis regulam o mesmo assunto e a nova não reproduz um dispositivo particular da anterior, considera-se este como ab-rogado tacitamente*” (os grifos são nossos).

24. Levada a matéria à apreciação da Comissão de Valores Mobiliários, esta foi objeto do parecer exarado pela sua Superintendência Jurídica, em 1984, concluindo pela vigência da restrição de acesso ao mercado pelas companhias controladas por pessoas não residentes no País, nos termos do art. 40 da Lei n. 4.131/62.¹³

25. As posições do Banco Central, nas décadas de 1970 a 1990 e da própria CVM, em 1984, se explicavam, em nosso entender, menos por uma motivação puramente

11. Arnoldo Wald, “O futuro do mercado de capitais”, *Revista de Informação Legislativa*, n. 100, pp. 287-290; “Internacionalização, desestatização e mercado de capitais”, *Revista da CVM*, n. 21, pp. 34-37, e “Modernização do mercado de capitais em 1991”, *Digesto Econômico*, n. 346, pp. 6-12.

12. Arnoldo Wald, *Estudos e Pareceres*, já citados, nota de rodapé à p. 119.

13. Parecer CVM n. 26/84, publicado na *Revista Legis Bancos*, Parte 3 (Pareceres da Superintendência Jurídica).

jurídica do que em virtude da aplicação de uma política de governo existente na época. Efetivamente, havia, por parte das autoridades monetárias, uma posição nacionalista, no sentido de só permitir o controle dos bancos por empresas nacionais,¹⁴ a não ser em casos excepcionais, nos quais não se admitia que as instituições financeiras estrangeiras captassem recursos mediante subscrição de ações sem voto. Essa política governamental se reflete inclusive na regulamentação restritiva existente na época, que, muitas vezes, foi mais severa do que a própria Lei n. 4.131.

26. Em relação à CVM, também ainda predominava, na época (em 1984), a idéia de acordo com a qual o mercado de capitais existente no país deveria ser utilizado preferencialmente por empresas controladas por brasileiros. Esta posição era também adotada, naquela fase da nossa história, pelo BNDES em relação aos financiamentos por ele concedidos.

27. Nos últimos anos, ocorreu, todavia, uma incontestável evolução no sentido tanto da abertura da economia nacional, como do reconhecimento da existência de um movimento de globalização da economia mundial, que não mais permite a manutenção das chamadas "reservas de mercado", em virtude das quais se assegurou, no passado, parte substancial da industrialização brasileira, com a substituição das importações pela produção nacional em virtude de subsídios, sob as formas as mais diversas, e de uma política protecionista.

28. Hoje, tanto o Banco Central como a Comissão de Valores Mobiliários se vêm instados a reexaminar a questão, diante do autêntico conflito que se cria entre a norma restritiva de acesso ao mercado e o ordenamento constitucional vigente a partir de 1988 e especialmente desde a Reforma Constitucional de 1995, além da evolução legislativa subsequente às disposições le-

gis e regulamentares acima referidas, que estimulam o ingresso do capital estrangeiro no País, conferindo-lhe, inclusive, incentivos de ordem fiscal.

29. Com efeito, a promulgação da vigente Constituição Federal, em 5 de outubro de 1988, consagrou o princípio da igualdade entre brasileiros e estrangeiros (art. 5º), depois reforçada com a Emenda Constitucional nº 6, de 15.8.95, que revogou o art. 171 da Constituição, eliminando o conceito de empresa brasileira de capital nacional. Consequentemente, ficaram inteiramente afastadas, tanto a diferenciação, para efeitos de proteção e privilegiamento das empresas controladas por capitais nacionais, quanto as restrições ao exercício de atividades econômicas por empresas brasileiras controladas por pessoas não residentes no País.

30. Entendemos que a nova norma constitucional, ao extinguir o conceito de empresa brasileira de capital nacional, proibiu qualquer discriminação entre empresas constituídas, sediadas e administradas no país, quer sejam nacionais ou estrangeiros os seus controladores. Efetivamente, somente a Constituição é que poderia estabelecer ou permitir tais distinções diante do princípio básico da igualdade por ela assegurada a todos os brasileiros, pessoas físicas ou jurídicas. Assim sendo, pensamos que de modo implícito aplica-se às empresas brasileiras controladas por estrangeiro o mesmo princípio que a Constituição aplica aos naturalizados no seu artigo 12, § 2º, vedando-se qualquer discriminação que não conste no texto constitucional.

31. Assim, além dos argumentos jurídicos já existentes quando demos o nosso parecer, em 1972, e dos decorrentes da legislação posterior e da evolução econômica e política do país, a razão básica para restabelecer a igualdade de empresas controladas por nacionais e estrangeiros no mercado de capitais passou a ser a incidência imediata do novo texto constitucional, que não necessita, para ser aplicado, de qualquer norma legal e em relação ao qual

14. Arnoldo Wald, "Regime dos bancos estrangeiros no Brasil", in *Digesto Econômico*, n. 273, pp. 43-50.

nenhuma norma legal ou regulamento pode estabelecer limitações, ficando revogadas as existentes no passado.

32. Acresce que no âmbito do Mercosul, é digna de destaque a celebração do Tratado para o Estabelecimento de um Estatuto das Empresas Binacionais Brasileiro-Argentinas, em 6 de julho de 1990, aprovado, no Brasil, através do Decreto Legislativo n. 26, de 1992, que confere às sociedades binacionais brasileiro-argentinas (com capital majoritariamente brasileiro-argentino) o mesmo tratamento que se outorga às empresas brasileiras de capital nacional, no tocante à tributação interna e acesso a créditos, incentivos, subsídios, compras e contratos do setor público (art. 4º).

33. Por outro lado, já se admitiu que fossem distribuídas no Brasil ações de empresa petrolífera argentina, como aconteceu em relação à Y.P.F., o que evidencia a mudança de espírito dominante, tanto na

legislação, quanto na regulamentação, em relação ao capital estrangeiro e à sua atuação no mercado de capitais, inclusive para fins de captação de recursos nacionais.

34. Diante dessa nova conjuntura jurídica, econômica e de mercado do país, em confronto com a *mens legis*, subjacente ao texto do art. 40 da Lei n. 4.131/62 e diante do texto da Emenda Constitucional n. 6 e de suas repercussões na legislação ordinária, é que deve ser investigado se o dispositivo legal, anterior a este novo sistema, foi recepcionado pelo ordenamento jurídico vigente e integra a disciplina da matéria relativa à emissão e distribuição de ações por companhias abertas.

Sem dúvida alguma, o dispositivo legal em tela foi definitivamente revogado pelas normas constitucionais e legais hoje vigentes, que traçaram um novo sistema, imbuído de novos princípios e conceitos, seja para o mercado de valores mobiliários, seja para o regime do capital estrangeiro.