

# Atualidades

## O NOVO MERCADO DA BOVESPA E O COMPROMISSO DA SOCIEDADE DE ECONOMIA MISTA COM PRÁTICAS DE BOA GOVERNANÇA CORPORATIVA

MARIO ENGLER PINTO JUNIOR

A BOVESPA (Bolsa de Valores de São Paulo) instituiu um segmento especial de listagem para companhias abertas com valores mobiliários admitidos à negociação em mercado de bolsa, que se comprometam a adotar práticas diferenciadas de governança corporativa. Foram estabelecidos três níveis crescentes de compromisso (Nível I, Nível II e Novo Mercado), em função da amplitude e qualidade das informações disponibilizadas ao mercado, da dispersão acionária existente e de outros direitos adicionais conferidos aos acionistas minoritários.

No nível mais elevado (Novo Mercado), a companhia deve basicamente (i) possuir apenas ações ordinárias e manter em circulação a parcela mínima de 25% do capital; (ii) realizar ofertas públicas com a utilização de mecanismos que favoreçam a dispersão da base acionária; (iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais as exigências de consolidação e de revisão especial; (iv) disponibilização de balanço anual segundo normas de contabilidade praticadas no exterior (USGAAP ou IAS GAAP); (v) cumprimento de regras de *disclosure* por parte dos administradores e do acionista controlador, em operações envolvendo valores mobiliários de emissão da companhia; (vi) divulgação de acordo de acionistas e programas de opção de compra de ações (*stock options*); (vii) mandato unificado de 1 (um)

ano para todo o Conselho de Administração; (viii) extensão aos acionistas minoritários das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia (*tag along*); (ix) obrigatoriedade da realização de oferta de compra pelo valor econômico, de todas as ações em circulação, no caso de fechamento do capital ou cancelamento do registro do Novo Mercado; (x) adesão à Câmara de Arbitragem instituída pela BOVESPA para resolução de conflitos societários, nos termos da Lei n. 9.307/1996.

A admissão em qualquer dos segmentos especiais de listagem pressupõe a celebração de contrato escrito com a BOVESPA, pelo qual a companhia, o acionista controlador e os administradores (Diretores, membros do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal) assumem diversas obrigações de fazer. A eventual inadimplência pode ensejar a imposição, pela BOVESPA, de multas pecuniárias previamente estabelecidas e até o descredenciamento da companhia, com a conseqüente obrigação de realizar oferta pública de compra da totalidade das ações em circulação. O sancionamento pela BOVESPA não afasta o direito de os investidores lesados reclamarem as perdas e danos cabíveis, com fundamento na legislação pertinente.

É fácil perceber que o ingresso no Novo Mercado cria um potencial de valorização das ações emitidas pela companhia ade-

rente, em razão dos atrativos adicionais oferecidos ao público investidor. Vale dizer, o participante do mercado acionário sente-se mais estimulado a direcionar seus investimentos às companhias que proporcionem maior transparência na condução dos negócios sociais e nas relações mantidas com acionistas minoritários, ou cujas ações contemplem novos direitos patrimoniais e sejam mais líquidas. O mesmo efeito pode ser creditado ainda à segurança jurídica decorrente da tutela exercida pela BOVESPA, bem como ao emprego da arbitragem como alternativa mais ágil e especializada para resolver disputas societárias.

A questão que se coloca refere-se à legitimidade da adesão da sociedade de economia mista às regras do Novo Mercado, tendo em vista os ônus e as restrições que acarreta não só à própria companhia, como à pessoa jurídica de direito público que exerce o respectivo controle acionário.

Como se sabe, a sociedade de economia mista combina capitais públicos e privados para o exercício de determinada atividade lucrativa, que pode consistir inclusive na prestação de serviços públicos em regime de delegação. Nesse caso, a companhia funciona basicamente como instrumento de execução de políticas públicas, em que o objetivo da maximização dos lucros, inerente a qualquer empresa, pode ceder lugar a outros interesses estatais.

A Lei n. 6.404/1976 (que trata das sociedades por ações) procurou resolver o conflito potencial estabelecendo algumas regras especiais para o funcionamento das sociedades de economia mista, que visam basicamente a proteger os investidores particulares. Nesse sentido, o art. 235 deixa claro que a companhia aberta de economia mista está sujeita às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, que obviamente proporcionam uma rede de segurança àquela categoria de acionistas.

Já o art. 236 assegura aos minoritários o exercício do direito de recesso, quando

ocorrer a assunção do controle de companhia privada por pessoa jurídica de direito público. Em outras palavras, o legislador reconhece que o controle estatal pode implicar sacrifícios adicionais aos demais acionistas, afetando as bases essenciais do negócio societário original.

Por sua vez, o art. 237 restringe o campo de atuação da sociedade de economia mista, ao vedar a exploração de empreendimentos ou exercício de atividades não previstas na lei que autorizou a sua constituição. A mesma limitação aplica-se à participação em outras sociedades, que fica condicionada à prévia autorização legislativa. É clara aí a preocupação de não permitir a ampliação do risco a que está exposto o acionista minoritário pela convivência com o controlador público, mantendo-o circunscrito à empresa original.

Vislumbrou-se ainda a necessidade envolver os acionistas não controladores na gestão da companhia. Nesse sentido, os arts. 239 e 240 garantem a eleição de pelo menos um membro no Conselho de Administração e no Conselho Fiscal, sendo que este último órgão passa a ter funcionamento permanente.

Até recentemente, a sociedade de economia mista não podia requerer concordata e também estava imune à decretação da falência, sem prejuízo da penhorabilidade de seus bens; em contrapartida, havia a responsabilidade patrimonial subsidiária do acionista controlador em relação às obrigações sociais (cf. art. 242). Dessa forma, buscava-se preservar a empresa em situação momentânea de insolvência, cuja continuidade de funcionamento estava normalmente associada à realização de algum interesse público, na expectativa de que a pessoa jurídica controladora fosse sempre capaz de supri-la com recursos suficientes. Como a inadimplência de tais companhias tornou-se uma constante, sem perspectiva de solução pela via do socorro financeiro do acionista controlador, a reforma da lei do acionariado empreendida pela Lei n.

10.303/2001 resolveu simplesmente revogar o art. 242.

Finalmente, o art. 238 assevera que a pessoa jurídica que controla sociedade de economia mista tem os mesmos deveres e responsabilidades do acionista controlador privado, mas poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação. Vale dizer, as decisões do acionista majoritário (ou mesmo dos administradores eleitos) podem privilegiar a consecução de outros objetivos, que não apenas a obtenção de resultados patrimoniais crescentes.

Como regra geral, o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender, tudo segundo estabelece o art. 116-A da Lei n. 6.404/1976. Entre as modalidades típicas de abuso de poder elencadas no art. 117, destaca-se a promoção de alteração estatutária, emissão de valores mobiliários, ou *adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários*, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.

No caso da sociedade de economia mista, a flexibilização no exercício do poder de controle constitui a pedra de toque das relações societárias, na medida em que o dogma da preservação dos interesses da companhia (e por consequência lógica também dos acionistas minoritários) admite mitigação. Todavia, nem sempre é fácil identificar com precisão as hipóteses concretas de “desvio lícito” do controlador, assim entendida a possibilidade de sacrificar os interesses imediatos da companhia, em prol de outros interesses mediatos da coletividade social.

O assunto ganha especial relevo quando se trata de companhia estatal dedicada à prestação de serviço público de competência da própria pessoa jurídica controladora. Fica mais complicado ainda, se o serviço público não estiver sujeito a marco regulatório suficientemente definido para delimitar as prerrogativas do poder concedente em face da empresa delegatária. Nesse contexto, é natural que surjam questionamentos sobre certas condutas empresariais com forte impacto nos resultados, em consequência da adoção de políticas tarifárias com inspiração social, ou da realização de investimentos sem garantia de retorno financeiro, mas voltados à universalização dos serviços.

De todo modo, a admissão do juízo político nas decisões do controlador público é vista como absolutamente necessária para que a sociedade de economia mista possa cumprir bem o seu papel institucional, razão pela qual jamais poderia ser suprimida ou elidida por norma convencional.

Ora, os requisitos para listagem no segmento especial do Novo Mercado parecem não conflitar com essa premissa jurídica. De fato, os novos comportamentos exigidos da sociedade de economia mista, ou da pessoa jurídica controladora, não subvertem os valores éticos previstos no art. 238 da lei do acionariado. Pelo contrário, alguns compromissos reforçam princípios inerentes à Administração Pública, a exemplo da maior transparência na divulgação de operações e resultados sociais, que está em perfeita harmonia com a exigência de motivação e publicidade dos atos administrativos, conforme o disposto no *caput* do art. 37 da Constituição Federal.

O ponto mais delicado talvez seja a sujeição obrigatória ao procedimento de arbitragem para solução de controvérsias societárias, o que, em princípio, também abrangeria a discussão sobre a legitimidade do exercício do poder de controle voltado à execução de políticas públicas. Nesse cenário, estar-se-ia transferindo ao juízo

privado a avaliação sobre o próprio mérito da decisão governamental e sua maior ou menor compatibilidade com os interesses patrimoniais dos acionistas minoritários, o que não parece aceitável sob a ótica do direito público.

Com efeito, muito já se discutiu sobre a possibilidade de a administração direta ou as entidades da administração indireta submeterem-se à arbitragem disciplinada na Lei n. 9.307/1996, considerando sobretudo o caráter cogente da cláusula compromissória, que admite execução específica com o juiz substituindo-se na declaração de vontade da parte que se recusou a firmar o compromisso arbitral (cf. art. 7º). A chave para a solução da controvérsia parece estar na conceituação de direito patrimonial disponível, que serve para delimitar o campo de aplicação da arbitragem (cf. arts. 1º e 25).

No âmbito da Administração Pública, o princípio da legalidade e da indisponibilidade do interesse público costuma ser apontado como fator impeditivo para qualquer transação envolvendo renúncia de eventuais direitos. Por outro lado, a vinculação ao juízo arbitral é vista como forma indireta de subordinação do interesse público, razão pela qual o impedimento para transacionar também excluiria a opção pela arbitragem. Semelhante raciocínio, porém, parte da falsa premissa de que a preservação do interesse público pressupõe inexoravelmente o recurso às vias judiciais, pouco importando as conseqüências nefastas que isso pode acarretar para o patrimônio estatal.

A visão mais moderna do Direito Público não se coaduna com esse posicionamento apriorístico e absolutamente descompromissado na obtenção de resultados concretos. O princípio da indisponibilidade do interesse público deve ser encarado de forma mais ampla e tendo como contraponto outros princípios igualmente importantes, a exemplo da razoabilidade e da eficiência, também consagrados respectivamente no art. 111 da Constituição do Estado de

São Paulo e no art. 37 da Constituição Federal.

De outra parte, a realização do interesse público admite a atuação discricionária do administrador, observadas as balizas legais e desde que a finalidade que se pretende atingir seja aquela albergada pela norma de competência. Naturalmente, não se pretende que o poder público abdique de prerrogativas que são próprias, mas nada obsta que disputas de conteúdo essencialmente patrimonial possam ser resolvidas por meio de transação, ou submetidas ao juízo arbitral. Tudo depende da demonstração cabal de que as vantagens proporcionadas por tais soluções alternativas compensam as desvantagens decorrentes da demora excessiva ou da incerteza associada ao desfecho do litígio.

Ressalvadas algumas situações específicas, as controvérsias sobre relações societárias envolvem interesses meramente econômicos. Nesses casos, a sociedade de economia mista ou o acionista controlador não se colocam em posição de supremacia em face dos acionistas particulares, mas praticam basicamente atos negociais regidos pelo direito privado, em oposição aos contratos administrativos sujeitos ao regramento especial do direito público.

A propósito do assunto, merece destaque especial o recente acórdão da 1ª Turma do Supremo Tribunal Federal, relativo ao julgamento do recurso extraordinário 253.885-0-MG, Relatora a Ministra Ellen Gracie, em que se discutia a validade jurídica de transação levada a efeito por Município, tendo em vista a inexistência de lei autorizativa nesse sentido. Alegava-se ofensa ao art. 37 da Constituição Federal, que consagra o princípio da legalidade na Administração, em decorrência do qual o administrador age como mero executor do interesse público, não podendo dele dispor. A Corte Suprema entendeu que “há casos em que o princípio da indisponibilidade do interesse público deve ser atenuado, mormente quando se tem em vista que a solução adotada pela Administração é a que

melhor atenderá à últimação deste interesse”. O voto da Ministra Relatora lembrou ainda o precedente do próprio Supremo Tribunal Federal, no agravo de instrumento 52.181, Relator o Ministro Bilac Pinto (RTJ 68/382), que considerou juridicamente viável a transação, ao concluir pela legalidade do juízo arbitral nas causas da Fazenda Pública.

Para acomodar a situação e permitir a adesão à Câmara Arbitral instituída pela BOVESPA, por parte da companhia e da pessoa jurídica de direito público controladora, o regulamento específico procurou definir o que sejam direitos indisponíveis do acionista controlador, de modo a excluí-los do controle da arbitragem. Nesse sentido, dispôs que as decisões do acionista controlador de sociedade de economia mista, através do voto em assembléia geral ou por influência exercida sobre os administradores, que visem à orientação de seus negócios nos termos do art. 238 da lei das sociedades por ações, são consideradas formas de exercício de direitos indisponíveis e não ficam sujeitas ao procedimento arbitral.

A análise a respeito da congruência jurídica da decisão governamental sobre a adesão de sociedade de economia mista ao Novo Mercado deve enfrentar ainda outra discussão importante. Trata-se da eventual transferência de valor da participação acionária do Estado, para os acionistas minoritários, como decorrência da atribuição de novos direitos patrimoniais (v.g., extensão aos acionistas minoritários das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia — *tag along*).

Nesse particular, é possível raciocinar que o administrador estaria transgindo com o patrimônio público, na medida em que estende aos demais acionistas determinados direitos que, pela lei, são exclusivos do acionista controlador. Tal entendimento, porém, enxerga apenas para um lado da questão, que, na verdade, deve comportar avaliação mais ampla.

Vale lembrar que a própria Lei n. 6.404/1976 admite opções variadas sobre o modelo de sociedade. Quando uma sociedade de economia mista resolve adotar a forma de companhia aberta, com ações negociadas em mercado de bolsa, está automaticamente aceitando regras mais severas de comportamento societário, que limitam a atuação discricionária da pessoa jurídica controladora. No entanto, não ocorreria a ninguém questionar a lisura dessa decisão governamental, apesar dos ônus que pode eventualmente acarretar à companhia e seu acionista controlador.

Aplica-se o mesmo pensamento, quando se trata de adaptar os estatutos sociais às inovações introduzidas pela Lei n. 10.303/2001, especialmente no que concerne aos direitos conferidos às ações preferenciais, por força da nova redação do art. 17 da Lei n. 6.404/1976. O acionista controlador deve, então, escolher entre uma das alternativas apresentadas pelo legislador, para definir qual a vantagem mínima que será oferecida aos preferencialistas da companhia aberta: (i) direito de participar do dividendo correspondente a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício, com prioridade em relação à parcela de 3% do valor do patrimônio líquido; (ii) recebimento de dividendos superiores em 10% aos atribuídos às ações ordinárias; ou (iii) inclusão na oferta pública de alienação do controle, com dividendos iguais aos das ações ordinárias. A decisão nesse particular provoca diferentes impactos econômicos ao erário, contudo, cabe ao representante da pessoa jurídica de direito público controladora tomá-la, independentemente de autorização legislativa da respectiva esfera de governo.

O requisito fundamental para legitimar as decisões do controlador público, no exercício do poder de controle da companhia mista, consiste na formulação de justificativa razoável e coerente em cada caso concreto, e não na existência de permissivo legal específico. Deve ser encarada *cum grano salis* a afirmação de que o princípio

da legalidade atribui ao administrador a competência para fazer apenas aquilo que a lei permite. Se esse entendimento for levado às últimas conseqüências, estaria então inviabilizada qualquer forma de atuação discricionária do gestor público. Ora, a exigência de prévia autorização legislativa somente pode ser invocada, quando a própria lei expressamente condicione a prática do ato ao seu prévio beneplácito, sob pena de afronta ao princípio constitucional da separação de poderes. É o que ocorre em relação às situações previstas no art. 37, XIX e XX, Constituição Federal (“XIX — somente por lei específica poderá ser criada autarquia e autorizada a instituição de empresa pública, de sociedade de economia mista e de fundação, cabendo à lei complementar, neste último caso, definir as áreas de sua atuação; XX — depende de autorização legislativa, em cada caso, a criação de subsidiárias das entidades mencionadas no inciso anterior, assim como a participação de qualquer delas em empresa privada”). Nesses casos, o legislador reserva para si o juízo de conveniência e oportunidade da medida, retirando do administrador a discricionariedade que naturalmente lhe cabe.

É curioso notar a tendência vigente na Administração Pública, no sentido de atribuir a órgãos colegiados, com composição diversificada, a competência para apontar políticas públicas ou opinar sobre determinadas decisões de governo, sem que isso implique a transferência do poder conferido ao Chefe do Executivo. Em última análise, o que se busca com esse modelo é dar maior conforto jurídico à autoridade máxima, na medida em que fica robustecida a motivação política do ato praticado, além de haver o compartilhamento da responsabilidade com outros agentes públicos.

Frise-se, desde logo, que a vinculação às regras do Novo Mercado não acarreta nenhuma mudança na titularidade das ações integrantes do bloco de controle. Embora o constituinte federal não exija lei autorizativa para o Poder Executivo dispor desse

ativo acionário, o art. 47, inciso XV, da Constituição Bandeirante condiciona a alienação de ações do capital de sociedades de economia mista à prévia aprovação da Assembleia Legislativa (“compete privativamente ao Governador, além de outras atribuições previstas nesta Constituição, (XV) subscrever ou adquirir ações, realizar ou aumentar capital, desde que haja recursos hábeis, de sociedade de economia mista e de empresa pública, bem como dispor, a qualquer título, no todo ou em parte, de ações ou capital que tenha subscrito, adquirido, realizado ou aumentado, mediante autorização da Assembleia Legislativa”).

É certo, porém, que o Supremo Tribunal Federal, ao julgar a ação direta de inconstitucionalidade 234-1/600-RJ, proposta em face de dispositivo da Constituição do Estado do Rio de Janeiro com conteúdo basicamente semelhante ao texto bandeirante, firmou o entendimento de que o beneplácito do Poder Legislativo somente seria exigível na hipótese de venda do controle acionário de empresas controladas pelo Estado. Do contrário, se a mesma exigência fosse aplicável em relação à parcela minoritária do capital social, haveria inconstitucionalidade material por ofensa ao princípio da separação dos poderes, já que o Poder Executivo estaria sendo cerceado no exercício da competência administrativa que lhe é inerente.

De todo modo, para se saber se uma postura administrativa é prejudicial ao erário, faz-se necessário sopesar globalmente todos os aspectos envolvidos. Apesar de o ingresso no Novo Mercado produzir realmente a valorização das participações minoritárias, o efeito não pode ser creditado ao esvaziamento econômico do lote de ações pertencente ao acionista controlador. Isso porque o incremento de valor também é fruto da maior transparência, seriedade de gestão e aumento da liquidez do mercado acionário, que fazem parte dos compromissos assumidos pela companhia e pelo acionista controlador, sem envolver qualquer renúncia a direitos patrimoniais.

A rigor, a promessa de boa governança corporativa equivale a um jogo de colaboração entre os participantes, em que todos ganham e ninguém perde. Esse cenário traz reflexos positivos ao majoritário, que passa ter o seu ativo igualmente valorizado, além de contar com condições mais favoráveis para futuras colocações de ações no mercado primário ou secundário. Em suma, as concessões realizadas pela pessoa jurídica controladora são amplamente compensadas pelos benefícios decorrentes do novo *status* adquirido pela companhia controlada.

Os ganhos associados à adesão ao Novo Mercado tornam-se ainda mais evidentes, se o ato vem acompanhado de oferta pública de venda de ações de propriedade do tesouro, excedentes ao controle acio-

nário, ou tem por objetivo o aumento do capital da sociedade de economia mista com recursos captados junto ao público investidor. Em ambas as situações, o mercado tende a reagir positivamente na fixação do preço da oferta, proporcionando melhores resultados à parte vendedora.

Como arremate final, cabe salientar que o efeito mais consistente ao longo do tempo, para a sociedade de economia mista que passa a fazer parte do Novo Mercado, reside no seu fortalecimento institucional. Em outras palavras, a companhia aumenta o grau de proteção contra eventuais desmandos do acionista controlador, criando barreiras para seu uso com fins políticos, que tantos males já provocou ao contribuinte no passado.

São Paulo, agosto de 2002.