

Atualidades

GOVERNANÇA CORPORATIVA E AÇÕES PREFERENCIAIS — DILEMA DO LEGISLADOR BRASILEIRO

FERNANDO SHAYER

1. Nexa de causalidade entre leis e desenvolvimento financeiro. 2. A Teoria de Lei e Finanças no Brasil — O caso das ações preferenciais: A) Extinção das ações preferenciais.

O governo federal realizou recentemente alguns esforços no sentido de modernizar e desenvolver o mercado de capitais brasileiro. No início deste ano, entrou em vigor a Lei 10.303, que alterou, em alguns pontos significativamente, as leis das sociedades por ações e de mercado de capitais. A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) expediu as Instruções 358 e 361, que contêm regras mais rigorosas sobre a divulgação de fatos relevantes e ofertas públicas para a aquisição de ações. O Conselho Monetário Nacional, por meio das Resoluções 2.829 e 2.850, autorizou que os fundos de pensão aumentassem a proporção de suas carteiras investida em ações listadas em segmentos da Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) que sujeitam as companhias a regras mais rígidas de “governança corporativa”, entendida, pela CVM, como “o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas”.¹ O Conselho de Gestão da Previdência Complementar, por meio da Resolução 1, exigiu que as en-

tidades de previdência complementar prestassem contas aos seus participantes sobre sua atuação nas assembléias das companhias abertas em que investem. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) tem pressionado empresas brasileiras a aderirem ao “Novo Mercado” da Bovespa, segmento com regras rígidas de governança corporativa, que proíbe a emissão de ações sem direito a voto.² A CVM publicou uma cartilha contendo determinadas “recomendações sobre governança corporativa”, em que pressionou as companhias a adotarem práticas de governança corporativa mais rígidas, incluindo-se a concessão de direito de voto a ações preferenciais em determinadas matérias importantes, tais como alteração do objeto social, redução do dividendo obrigatório, fusão, incorporação, cisão, e operações com partes relacionadas.³

Em linhas gerais, todos esses esforços visam dar mais proteção e garantias aos in-

2. Artigo “BNDES vincula ajuda a adesão ao Novo Mercado”, jornal *O Estado de São Paulo*, 5.5.2002, p. B-5.

3. “Recomendações da CVM sobre governança corporativa”, jun. 2002, p. 6.

1. “Recomendações da CVM sobre governança corporativa”, jun. 2002, p. 1.

vestidores minoritários, dotando-lhes de um maior número de mecanismos para fiscalizarem e monitorarem as ações dos controladores, e receberem mais informações sobre as companhias.

A idéia é a de que ao se restringir os benefícios que os controladores podem auferir às custas dos minoritários e a diferença entre o nível de informação detida pelos controladores, de um lado, e os minoritários, de outro, aumentará a quantidade de investidores, e diminuirão os descontos feitos por tais investidores na aquisição das ações. Na literatura do mercado de capitais, menos benefícios privados de controle⁴ e

4. Pode-se aventar inúmeras hipóteses de ganhos pelo controlador às custas dos minoritários. Luiz Leonardo Cantidiano cita as seguintes hipóteses: venda de ativos da empresa abaixo do valor de mercado para uma outra empresa de propriedade do controlador, emprego de familiares não qualificados, implementação de projetos ineficientes, mas que atendam a interesses particulares dos administradores e/ou controladores, salários excessivamente altos para diretores e contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores (in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*, coord. Jorge Lobo, Forense, 2002, p. 65). Ainda que, em tese, seja fácil vislumbrar a existência de tais benefícios, é muito difícil mensurá-los. Barclay e Holder-ness (1989) examinaram o prêmio pago por blocos de ações como uma medida indireta da magnitude dos benefícios privados de controle dentro dos Estados Unidos. A amostra consistia de 36 operações de vendas de blocos de ações que ocorreram entre 1978 e 1982 em que os blocos correspondiam a pelo menos 5% das ações da companhia listada. Medindo o prêmio relativamente ao preço de fechamento no mercado secundário no dia do anúncio da operação, eles encontraram um prêmio médio de 20,4% pelos blocos. Eles argumentam que o prêmio representava o valor que o acionista detentor do bloco recebia a mais que os demais acionistas, correspondendo aos benefícios privados de controle (in "Private benefits of control of public corporations", 25 *Journal of Financial Economics* 371, 1989). Zingales (1994) analisou o prêmio de controle na Itália. Ele usou como amostra todas as companhias listadas na Bolsa de Milão que tinham duas espécies de ações, uma votante, a outra não, de 1987 a 1990, correspondendo a 301 empresas. Zingales concluiu que os benefícios privados de controle representavam uma parcela significativa do valor das companhias na Itália (in "the value of voting right: a study of the Milan Stock Exchange experience", 7 *Rev. Fin. Stud.* 125).

assimetria informacional aumentam o número de investidores e a liquidez do mercado.⁵

Por trás desses esforços governamentais está a noção de que um governo consegue desenvolver um mercado de capitais por meio de leis e regulamentos (e em particular, por aqueles que ofereçam maior tutela aos investidores). Segundo Antônio Kandyr, um dos deputados responsáveis pela condução do processo legislativo que levou à promulgação da Lei 10.303: "como condição necessária para se atingir um mercado de capitais pleno, a experiência, no âmbito internacional, tem demonstrado ser *imprescindível que o poder legislativo cumpra a função de instituir mecanismos legais adequados para a proteção dos interesses daquele que investe sua poupança em atividade produtiva, tornando-se acionista de uma sociedade anônima*. Aquele que atende a um apelo público para a capitalização de um empreendimento, confiando seus recursos a terceiros, de quem dependerá o sucesso de seu investimento, faz jus a que seus interesses tenham uma proteção minimamente adequada"⁶ (destaques nossos).

Como se verá na primeira seção deste trabalho, ainda que intuitiva, particularmente para aqueles que, como nós, residem num país de direito codificado, esta proposição teórica de causalidade entre leis e desenvolvimento financeiro é de difícil comprovação empírica.

Num passo adiante, o governo brasileiro também pressupõe que está fazendo as mudanças legais e regulamentares necessárias. Não basta mudar, é preciso mudar corretamente. A dificuldade aqui, logicamente, é maior, já que o sucesso ou fracasso das modificações depende, em larga medida, de se atingir um ponto de equilí-

5. Cf. Stephen Choi, "Law, finance and path dependence: developing strong securities markets", 2002.

6. Cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A Nova Lei das S/A*, Saraiva, 2002, p. 14.

brio que, de um lado, estimule o controlador a manter a sua companhia aberta, no mercado, e, de outro, atraia o minoritário, coibindo eventuais oportunidades de apropriação indevida por parte do controlador.

Ao buscar esse ponto de equilíbrio, o governo deve levar em conta o contexto econômico, social e político em que se insere, presentemente, o nosso mercado de capitais. A segunda seção deste trabalho aponta para os riscos desses contextos serem deixados de lado, e de se formular políticas governamentais baseadas num "ideal" de realidade, distante daquela que se verifica atualmente no Brasil. Ou seja, os riscos de se implementar políticas governamentais que funcionam, em outros mercados de capitais mais desenvolvidos, justamente porque tais contextos são muito diferentes dos nossos, especialmente no que diz respeito à política de juros e tributária.

Assim, o que se busca compreender é, até que medida, num país com altas taxas de juros e sistema tributário caótico como o Brasil, políticas rígidas de governança corporativa, tais como aquelas trazidas pelas leis e regulamentos mencionados anteriormente (as quais, ressalte-se, em muitos casos funcionam nos Estados Unidos e no Reino Unido, onde as taxas de juros são baixas e a política fiscal incentiva a produção e o crescimento) ajudarão o crescimento do nosso mercado.

Em particular, destaca-se, no curso desta análise, o caso das ações sem direito a voto, que se tornaram, recentemente, as grandes vilãs do mercado brasileiro. Nesse ponto, são apresentadas e discutidas algumas das diversas razões pelas quais, no momento econômico e societário atual do Brasil, faz pouco sentido ao governo pressionar para que as companhias brasileiras deixem de emitir ações sem direito a voto.

Iniciemos, assim, essas discussões, investigando, de pronto, até que ponto um governo consegue desenvolver um mercado de capitais por meio de leis e regulamentos que ofereçam maior tutela legal aos

minoritários, algo que tem sido denominado na literatura acadêmica de "Teoria de Lei e Finanças".

1. Nexo de causalidade entre leis e desenvolvimento financeiro

A proposição teórica de que existe uma relação de causalidade entre leis (aqui referidas genericamente, para incluir outros tipos de regras obrigatórias emanadas do Estado) e desenvolvimento financeiro tem sido alvo de inúmeros testes empíricos e tem originado debates interessantes.

Uma primeira linha de trabalhos, conduzidos por Stigler (1964), Jarrell (1981) e Simon (1989),⁷ comparou dados específicos dos Estados Unidos, buscando determinar se as ações lançadas no mercado norte-americano após a promulgação da lei de mercado de capitais de 1933 (que proporcionou mais proteção aos acionistas minoritários) tiveram um desempenho melhor do que aquelas lançadas anteriormente a tal lei (descontado o desempenho global do mercado), e concluiu que essa melhora não se verificou empiricamente.⁸ Bentson

7. Cf. George J. Stigler, "Public regulation of the securities market", 37 *Journal of Business* 117, 1964; Greg. A. Jarrell, "The economic effects of Federal Regulation of the market for New Security Issues", 24 *Journal of Law and Economics* 613, 1981; e Carol Simon, "The effect of the 1933 Securities Act on investor information and the performance of New Issues", 79 *Am. Econ. Rev.* 295, 1989.

8. Stigler usou uma amostra composta por 53 lançamentos de ações ocorridos após 1920 e por 26 lançamentos ocorridos após 1950. Ele calculou o desempenho das ações, descontado o desempenho do mercado, por um período de 5 anos após o respectivo lançamento. Continuando o trabalho de Stigler, Jarrell usou um método mais sofisticado para descontar o efeito do desempenho do mercado. Ele utilizou, como amostra, todos os lançamentos de ações ocorridos entre 1926 e 1939 das indústrias de manufaturas e ferrovias e também adotou um período de 5 anos após o respectivo lançamento para a sua análise. Já Simon fez uma divisão entre ofertas de companhias com ações listadas, de um lado, e companhias sem ações listadas na bolsa, de outro. Para as companhias que já tinham as suas ações listadas, ela concluiu que a promulgação da lei não teve nenhum impacto no seu desempenho (cf. Choi, ob. cit., pp. 9, 10 e 11).

(1964)⁹ expandiu a análise para a lei de mercado de capitais de 1934, que trouxe exigências mais rígidas com relação à divulgação de informações pelas companhias abertas, concluindo que a lei de 1934 também não teve um impacto positivo mensurável no desempenho das ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque.¹⁰

Uma segunda linha de trabalhos, mais recentes, utilizou, como amostra, dados comparativos de diferentes países. Diferentemente daqueles autores, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998)¹¹ concluíram que pode ser comprovada empiricamente a existência de uma alta correlação entre maior tutela legal aos minoritários e diversas medidas de desenvolvimento financeiro. Pela conclusão, não é de se surpreender que os trabalhos tiveram grande repercussão no mundo acadêmico e também junto às autoridades de diversos países, inclusive o Brasil. Antônio Kandyr, por exemplo, os citou na seguinte passagem: “estudos recentes demonstram que o nível de proteção legal dos investidores é um *factor decisivo* para que as empresas tenham maior aptidão de captar recursos públicos, pois a ausência de instrumentos aptos a repelir a expropriação de acionistas minoritários e credores traz como consequência o desestímulo e o desinteresse do investidor (Raphael La Porta *et alii*, in *Investor Pro-*

tection and Corporate Governance)”¹² (destaques nossos).

Menos pela conclusão atingida, mas mais pelo método empregado pelos autores, esses trabalhos foram alvo de inúmeras críticas (como se verá a seguir, não sem uma grande dose de razão). Em linhas gerais, os autores compararam dados atinentes às tutelas legais oferecidas aos minoritários em 49 diferentes países, agrupando-os de acordo com a origem do respectivo ordenamento jurídico, isto é, os de origem francesa, alemã, escandinava e de direito consuetudinário (Estados Unidos, Reino Unido e Comunidade Britânica). Em seguida, os autores estabeleceram critérios para medir o nível de proteção aos minoritários em cada país. Os critérios escolhidos (aos quais denominaram “direitos anti-conselheiros”, numa alusão ao conflito de interesse verificado entre administradores e acionistas) eram os seguintes:

a) a possibilidade de o investidor enviar, pelo correio, uma procuração de voto para que alguém exercesse, em seu lugar, tal direito nas assembléias;

b) a ausência de uma exigência legal para que as ações fossem depositadas antes de proferido o voto por meio de procuração;

c) a existência do mecanismo de voto múltiplo;

d) a presença de mecanismos legais coibindo a opressão dos minoritários pelos conselheiros;

e) a existência de um direito de preferência; e

f) a verificação do direito de acionistas detendo 10% ou menos das ações de uma companhia de convocar assembléias.

Aplicando esses critérios a cada um dos países e comparando os resultados obtidos com diversas medidas de desenvolvimento financeiro, os autores concluíram fa-

9. Cf. George Bentson, “Required disclosure and the stock market: an evaluation of the Securities Exchange Act of 1934”, 63 *Am. Econ. Rev.* 132, 1973.

10. Bentson examinou, num primeiro trabalho, todas as 508 companhias abertas com ações listadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque a partir de junho de 1935 (período imediatamente anterior ao início de tais exigências legais mais rígidas quanto à divulgação de informações), analisando as demonstrações financeiras de cada uma delas de 1926 a 1934. Num segundo trabalho, Bentson analisou 466 companhias abertas com ações listadas na Bolsa de Nova Iorque (cf. Choi, *ob. cit.*, p. 14).

11. Cf. Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, “Law and finance”, 106 *J. Pol. Econ.*, p. 1.113, 1998.

12. Cf. Jorge Lobo, *ob. cit.*, 2002, p. 3.

voravelmente à tese da causalidade, isto é, que quanto maior o nível de proteção aos minoritários, maior o desenvolvimento financeiro de um determinado país. Além disso, eles concluíram que os países de direito consuetudinário, tais como os Estados Unidos e o Reino Unido, têm um ordenamento jurídico que oferece maiores proteções aos minoritários e, por isso, têm um mercado de capitais mais desenvolvido. Em estudos posteriores, eles concluíram também que existe uma correlação significativa entre proteções legais mais efetivas e:

- a) o tamanho do mercado de capitais,
- b) a ausência de acionistas controladores majoritários,
- c) maiores quantidades de dividendos distribuídos,
- d) maior valor das companhias, e
- e) menores benefícios privados de controle.¹³

Por conta dessas conclusões, não restariam outras alternativas às autoridades dos países menos desenvolvidos que não alterar os seus respectivos ordenamentos, de forma a fornecer maiores proteções aos minoritários. Se, na prática, verificam-se empiricamente todas essas vantagens nos mercados de capitais dos países mais desenvolvidos justamente porque há mais proteções aos minoritários, por que não adotá-las?

Uma análise um pouco mais aprofundada desses trabalhos, no entanto, revela as suas fraquezas. Em primeiro lugar, as pesquisas inverteram a relação de causa e efeito. Pode ser, por exemplo, que um nível mais alto de desenvolvimento financeiro (e o correspondente maior número de investidores) tenha ocasionado leis que protegessem mais os minoritários, e não o contrário. Haveria, assim, em países com mercados mais ativos, uma demanda por maio-

res tutelas legais, o que melhoraria o ordenamento. Assim, desenvolvimento financeiro levaria a melhores leis, e não vice-versa.

Além disso, o elenco de “direitos anti-conselheiros” escolhido pelos autores provavelmente não é uma boa medida de proteção aos minoritários. Isto é particularmente verdadeiro em países como o Brasil, a Itália, a Alemanha, a França, a Espanha, e os países do Leste Europeu, Ásia e América do Sul, em que o conflito de interesse reside muito mais no relacionamento controlador/minoritário, do que no relacionamento investidor/administrador. Por exemplo, não faz parte de tal elenco a proteção aos minoritários na hipótese de alienação do controle ou fechamento de capital, os quais, como se sabe, em países como o Brasil, apresentam oportunidades muito significativas de apropriação indevida do minoritário.

Note-se, também, que a história da evolução dos mercados norte-americano e inglês demonstra que, ainda que não se verifique uma adequada proteção aos minoritários (como era o caso de tais países no fim do século XIX), outros mecanismos extralegais, tais como a preocupação das instituições distribuidoras de ações no mercado com a sua reputação e os regulamentos das bolsas de valores podem, mais do que a lei, levar ao desenvolvimento do mercado de capitais.¹⁴

Reforçando essas críticas, Coffee (2001) explica o desenvolvimento dos mercados norte-americano e inglês (em contraposição ao subdesenvolvimento dos mercados de capitais alemão e francês), a partir da separação clara que existia naqueles lugares entre o setor privado e o setor público. Nos Estados Unidos e Reino Unido, na ausência de um controle governamental direto, desenvolveram-se sistemas fortes de auto-regulação, administrados por órgãos

13. Cf. Rafael La Porta, Florêncio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny, “Investor protection and corporate governance”, 58 *J. Fin. Econ.* 3, 2000.

14. Cf. Coffee, ob. cit., p. 4 e Brian Cheffins, “Does law matter? The separation of ownership and control in the United Kingdom”, 30 *Journal of Legal Studies* 459, 2001.

privados (notadamente, bolsas de valores privadas), que regularam a conduta dos agentes no interesse, e para o benefício, de todos os participantes do mercado. Na Alemanha e na França (e certamente nos demais países de tradição latina), por outro lado, a interferência constante do Estado retardou a evolução de seus mercados.¹⁵ A questão do sucesso do mercado de capitais, assim, teria tido muito mais um fundamento político-econômico do que propriamente jurídico. Nessa mesma linha, Tullio Ascarelli mostrou como a evolução do direito codificado francês foi resultado da formação do Estado centralizado, em que o organismo legislativo queria reservar apenas para si toda e qualquer função na evolução do direito, em contrapartida ao sistema inglês, em que a atenção voltou-se para os limites da intervenção governamental, transformando a lei em apenas uma das manifestações do direito, que não podia ser reduzido ao mandado pelo soberano.¹⁶ O direito, para esses fins, decorreria da economia e da política, e não o contrário.

Um corolário das críticas apresentadas por Coffee é o de que, em certas circunstâncias, intervenção estatal pode atrapalhar mais do que ajudar. Olhados por este ângulo, os recentes esforços de auto-regulação da Associação Nacional dos Bancos de Investimento (ANBID), que criou regras aplicáveis à divulgação de informações em prospectos de lançamento de valores mobiliários, podem representar um mecanismo extralegal importante para o desenvolvimento do nosso mercado de capitais. Similarmente, os esforços da Bovespa para criar novos segmentos de listagem com regras mais rígidas de proteção aos investidores também podem contribuir para o desenvolvimento do mercado, desde que, conforme discutido mais adiante neste texto, não haja uma intervenção estatal para

tornar a adesão a tais segmentos uma *obrigação* (tal como a que tem sido feita pela CVM e o BNDES).

A despeito dos inúmeros questionamentos e das críticas quanto à comprovação empírica da proposição teórica de que leis que tutelem minoritários causam a evolução do mercado, parece lógico que o direito positivo tenha influência no comportamento oportunista dos agentes.

Isso é particularmente verdadeiro no caso de investimentos em ações, que, diferentemente de operações de empréstimos e financiamentos bancários, não contam com um instrumento formal delineando os direitos específicos dos investidores. Por outras palavras, para esses investimentos, é o sistema de regras postas pelo Estado que estabelece os parâmetros a serem observados pelas partes.¹⁷

Assim, em suma, ainda que de difícil comprovação empírica, é razoável admitir que haja um certo nível de tutela legal que gere o desenvolvimento do mercado. Logicamente, a missão mais difícil diante do legislador, incluindo-se o brasileiro, é a de encontrar esse ponto de equilíbrio. É do que se trata na próxima seção.

2. A Teoria de Lei e Finanças no Brasil — O caso das ações preferenciais

Um mercado de capitais desenvolvido pressupõe um número significativo de investidores. Ao fazer um determinado investimento, um investidor racional espera ser remunerado adequadamente à luz do risco que irá correr. Se um investimento associado a menos risco, tal como um título emitido pelo governo, proporciona uma taxa de retorno adequada, não faz sentido ao investidor racional adquirir ações. Taxas de juros elevadas impedem o crescimento do mercado de capitais.¹⁸

15. Cf. Coffee, ob. cit., p. 5.

16. Cf. Tullio Ascarelli, *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*, Campinas, Bookseller, 1999, p. 102.

17. Cf. Ronald Gilson, "Transparency, corporate governance and capital markets", 2000, p. 3.

18. Além disso, no cálculo do retorno de um investimento, o investidor também leva em conta a

É fato notório que o Brasil tem presentemente uma das maiores taxas de juros do mundo. Assim, uma primeira conclusão, quase óbvia, é a de que, no estágio atual da economia brasileira, ainda que houvesse uma profunda reforma das leis do mercado de capitais que reduzisse significativamente os riscos de apropriação indevida associados com investimentos em ações, seria difícil de se imaginar que elas conseguissem atrair um número significativamente maior de investidores para o nosso mercado de capitais. Realisticamente, o subdesenvolvimento do nosso mercado tem muito mais razões macroeconômicas do que propriamente jurídicas ou mesmo institucionais.¹⁹

tributação. Logicamente, quanto maior a tributação de um investimento em ações *vis-à-vis* outros investimentos menos arriscados, menor a atratividade daquele tipo de aplicação. No Brasil, a alíquota para ganhos advindos de investimentos em renda variável é igual àquela aplicável a aplicações de renda fixa (Lei 9.959/2000).

19. Uma parte da doutrina estrangeira tem discutido a existência de pré-condições institucionais, que deveriam estar sempre presentes, para que um mercado de capitais pudesse se desenvolver. Black (2001) sugeriu que um mercado desenvolvido necessariamente conta com: (a) um órgão regulador que seja honesto e que tenha funcionários, conhecimentos, e orçamento capazes de resolver casos complicados; (b) um sistema judiciário que seja honesto e suficientemente sofisticado para resolver casos complicados e que possa intervir rapidamente quando necessário para coibir práticas abusivas; (c) regras procedimentais que alberguem investigações razoavelmente amplas e contemplam a possibilidade de ações públicas ou outras formas de se combinar as ações de investidores pequenos; (d) regras que exijam a ampla divulgação de demonstrações financeiras, incluindo-se a realização de auditorias nas demonstrações das companhias abertas; (e) regras contábeis e de auditoria que proporcionem informação confiável aos investidores; (f) um órgão contábil com competência, independência e incentivos suficientes para elaborar regras contábeis adequadas e para mantê-las sempre atualizadas; (g) contadores, advogados, profissionais de bancos de investimento e administradores sofisticados com capacidade e experiência para impedir a ocorrência de casos de divulgação de informações falsas ou enganosas; (h) regras que imponham um grau adequado de responsabilidade civil aos contadores, advogados, profissionais de bancos de investimento e administradores,

Um segundo ponto de análise, menos evidente, é o seguinte. Num modelo em que a variável alta taxa de juro seja dada, e que

perante os investidores, se eles endossarem ou emitirem informações falsas ou enganosas e regras que imponham responsabilidade criminal aos detentores de informações privilegiadas que enganem os investidores; (i) uma bolsa de valores com exigências significativas para a listagem de ações, e vontade de fazer valer tais exigências, seja por meio de multas, seja proibindo que as ações das companhias que descumprirem tais exigências sejam negociadas; (j) regras que exijam a transparência do mercado, isto é, que a hora, o preço e a quantidade de negociações sejam divulgadas imediatamente aos investidores e proíbam a manipulação de preços de mercado (e o cumprimento de tais leis); (l) profissionais ativos de imprensa e de análise financeira de companhias que possam descobrir e publicar informações enganosas e criticar os detentores de informação privilegiada, os profissionais de bancos de investimento, os contadores e os advogados; (m) uma cultura favorável à divulgação de informações entre contadores, profissionais de bancos de investimento, advogados e administradores, que tenham em mente que a divulgação de informações enganosas possa trazer-lhes problemas; (n) regras que exijam o licenciamento dos agentes que participem do mercado; e (o) organizações auto-regulamentadoras, conselheiros independentes, fundos de investimentos, fundos de pensão, um mercado líquido de *venture capital*, agências de *rating* e agências de avaliação de administradores de recursos (cf. Bernard Black, "Strengthening Brazil's Securities Markets", *RDM* 120/41). O primeiro ponto que chama a atenção é o de que a maior parte dessas pré-condições diz respeito a regras para coibir a atuação oportunista dos participantes do mercado (itens c, d, e, h, j e n). O ordenamento jurídico brasileiro já contém, se não a totalidade, ao menos uma grande parcela dessas regras, tanto no nível legislativo, quanto regulamentar. Adicionalmente à lei societária, à lei do mercado de capitais e ao Código Civil, há um número significativo de instruções e deliberações da CVM e demais autoridades governamentais que, por exemplo, imputam responsabilidade civil aos contadores, advogados, profissionais de bancos de investimento e administradores, perante os investidores, se eles endossarem ou emitirem informações falsas ou enganosas e regras que imponham responsabilidade criminal aos detentores de informações privilegiadas, ou exigem a ampla divulgação de demonstrações financeiras, incluindo-se a realização de auditorias nas demonstrações das companhias abertas. O que falta, isso sim, é a existência de mecanismos de cumprimento dessas regras. Caberia, portanto, como política governamental, concentrar esforços para a existência de tais mecanismos. No entanto, o esforço deveria advir mais dos Poderes Executivo e Judiciário do que

ela não esteja, como de fato provavelmente não está, sujeita a reduções significativas no curto e médio prazos, a partir de qual ponto novas leis societárias e de mercado de capitais mais rígidas com relação à governança corporativa estimulariam o crescimento do mercado de capitais? A questão é importante, porque traz consigo uma noção da linha tênue sobre a qual caminha o nosso legislador. Se, por um lado, ele deixar de tutelar o minoritário, não conseguirá atraí-lo para o mercado. Se, por outro, impuser restrições excessivas ao controlador, criará um incentivo ainda maior (quando somado às altas taxas de juros) para que ele feche o seu negócio, demita os seus funcionários, e procure uma aplicação mais segura e rentável.

O mercado de capitais representa um meio, um instrumento, para propiciar o desenvolvimento econômico e social do país. Naturalmente, não se quer um mercado de capitais desenvolvido simplesmente para tê-lo, mas para que ele possa estimular o crescimento da produção, do emprego e da renda. Ao produzir normas, portanto, o legislador deve evitar o erro de "exagerar na mão", eliminando por completo o incentivo de se investir em atividades produtivas, e diminuindo, por via de consequência, ao invés de aumentar, a produção, o emprego e a renda.

A verificação da "qualidade" das novas regras societárias e do mercado de ca-

Legislativo. Além disso, o surgimento das demais condições institucionais depende da existência de um mercado significativo que venha a gerar a demanda por tais elementos, e não o contrário. A especialização do sistema judiciário e dos órgãos regulador e contábil não poderá surgir sem que exista uma demanda para tanto por um número significativo de investidores especializados e ativos. Além disso, uma cultura favorável à divulgação de informações entre contadores, profissionais de bancos de investimento, advogados e administradores, que tenham em mente os riscos advindos de divulgações errôneas, poderá perfeitamente surgir a partir de mecanismos extralegais, tais como a auto-regulação e os efeitos do mercado de reputações de tais agentes, tal como tem ocorrido com o Novo Mercado, a ANBID e a ANDIMA.

pitais no contexto atual da economia brasileira dependeria de uma análise dos benefícios aos minoritários, de um lado, e dos custos aos controladores, de outro, de cada uma de tais regras, para o fim de se determinar, no fim das contas, os benefícios e custos envolvidos para o mercado de capitais como um todo. Para os fins deste trabalho, iremos nos ater especificamente à discussão relativa à extinção das ações preferenciais, que dá uma boa noção do dilema que cerca o nosso legislador.

A) *Extinção das ações preferenciais*

No Brasil, é muito difundido o investimento em ações preferenciais. A quase totalidade das companhias com ações negociadas publicamente emitiram ações preferenciais. Na Bovespa, ações preferenciais representam a maior parte do volume de negociações. As ações preferenciais foram introduzidas no ordenamento jurídico brasileiro por meio do Decreto 21.536, de 15.6.1932, que restringiu o limite máximo de ações preferenciais a metade do capital social da companhia. O legislador de 1976 aumentou esse limite para dois terços. O Projeto de Lei 3.519/1997, apresentado no Plenário da Câmara dos Deputados pelo Deputado Luiz Carlos Hauly, que depois de longo período de tramitação no Congresso Nacional e diversas modificações, transformou-se na Lei 10.303, retirava por completo a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, para "eliminar a permissão de dupla estrutura de capital social, que permite o controle de companhia por quem detenha apenas 16,67% do capital social".

A Lei 10.303, por fim, limitou a emissão de ações preferenciais à metade do total das ações emitidas para as companhias constituídas a partir da entrada em vigência da lei, as companhias fechadas preexistentes, quando abrirem o seu capital e as companhias abertas preexistentes que vierem a emitir ações preferenciais publicamente pela primeira vez, permitindo que as

demais permaneçam sob o regime anterior indefinidamente, incluindo-se com relação a novos aumentos de capital.

Acionistas minoritários não determinam os rumos das companhias, delegando o poder decisório (salvo em raros casos, inteiramente) para os controladores. Se o controlador for racional, nem sempre irá agir de forma a maximizar os ganhos dos minoritários. As partes envolvidas incorrem custos para reduzir os efeitos dessa divergência. Esses custos (conhecidos como custos de agenciamento) são definidos como a soma dos custos incorridos pelos minoritários para monitorarem as ações do controlador, dos custos incorridos pelo controlador para garantir a sua credibilidade perante os minoritários, e das perdas decorrentes do fato de o controlador e os minoritários terem interesses diversos.²⁰ Ações preferenciais potencializam os custos de agenciamento, porque os seus detentores em nada participam da gestão das companhias.

Além disso, situações em que os controladores detenham a maior parte dos direitos políticos de uma companhia, mas apenas uma pequena parcela dos seus direitos patrimoniais, têm o potencial de aumentar os custos de agenciamento, tornando-os maiores do que aqueles associados a situações em que os controladores detenham a maior parte dos direitos políticos e também dos patrimoniais. O aumento nos custos de agenciamento aparece com maior ênfase em três momentos distintos de atuação do controlador: na escolha de projetos para investir, na decisão de distribuir os lucros (*vis-à-vis* retê-los na companhia) e na transferência de controle. Nessas três circunstâncias, a probabilidade de o controlador agir em benefício próprio (em detrimento da companhia, e, por via de consequência, dos demais acionistas) aumenta na medida em que ele detenha menos direitos patrimoniais.²¹

Seguindo-se, portanto, nessa linha de raciocínio, a decisão do legislador de permitir que o controlador emita uma parcela significativa de ações preferenciais (que alberguem exclusivamente direitos patrimoniais), retendo para si a maior parte das ações ordinárias (direitos políticos), aumentaria os custos de agenciamento, tornando-se indesejável para o desenvolvimento do mercado.

Há também argumentos de justiça e equidade. Os acionistas, ao investirem, devem ter o direito de participar, para que possa ser exercida uma espécie de democracia corporativa, limitando-se a eventual incompetência ou ação apropriatória dos controladores. Norma Parente, diretora da CVM, ao comentar a redução do limite de ações preferenciais para a metade das ações emitidas, afirmou que: “na realidade, o ideal seria que todas as ações passassem a ter o direito de voto. Aliás, o projeto inicial do Deputado Luiz Carlos Hauly objetivava exatamente eliminar as ações preferenciais. Isso seria o mais *justo* e conforme os princípios de boa governança corporativa. Na verdade, *não é razoável* que acionistas minoritários, que muitas vezes detêm a maioria das ações do capital da sociedade, não possam manifestar sua vontade nas assembleias gerais”²² (destaques nossos).

Emerson Kapaz, um dos deputados responsáveis pela condução do processo legislativo que levou à promulgação da Lei 10.303, argumentou que: “depois de análise detida da questão, inclusive em face da experiência internacional, chegamos à conclusão de que há um verdadeiro e *injustificável* exagero na permissão de ação de tal classe de ações até 2/3 do capital. Acreditamos — e o direito comparado assim aponta — que o percentual de 50% seria mais do que *suficiente* para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a proprieda-

and dual class equity: the creation and agency costs of separating control from cash flow rights”, 1998.

22. Cf. Jorge Lobo, ob. cit., p. 25.

20. Cf. Jensen e Meckling, “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, 3 *J. Financial Economics* 305, 1976.

21. Cf. Lucian Bebchuk, Reinier Kraakman e George Triantis, “Stock pyramids, cross-ownership

de de pouco mais de 15% do capital”²³ (destaques nossos).

Abram Szajman, presidente da Federação e do Centro de Comércio do Estado de São Paulo e vice-presidente da Confederação Nacional do Comércio, expôs que: “mesmo quando essa proporção aumentar para 50%, como prevê a lei para as empresas que vierem a ser constituídas após a sua promulgação, o acionista minoritário continuará *discriminado*, pois *faltou coragem aos legisladores* para instituir como único título de participação societária a ação ordinária nominativa, garantia de voto a todos os acionistas”²⁴ (destaques nossos).

Nessa mesma linha, mas do ponto de vista quantitativo, Nenova (2000) apresentou resultados segundo os quais em doze operações de mudança de controle ocorridas no Brasil entre janeiro de 1995 e junho de 2000, enquanto as ações ordinárias perceberam uma parcela dos ganhos decorrentes de tais operações, as ações preferenciais não obtiveram nenhum ganho. Além disso, nesse mesmo período, em operações de fechamento de capital, as ações preferenciais perderam mais valor do que ações ordinárias.²⁵

Seja por conta dos incentivos à apropriação indevida de benefícios privados de controle, seja por justiça e equidade, os argumentos contrários às ações preferenciais convergem, numa instância, para o mesmo ponto, qual seja, o de *ineficiência*. Numa companhia sem ações preferenciais, isto é, em que todas as ações tenham direitos políticos, pode ser possível aos investidores adquirir o seu controle no mercado, quando as ações apropriatórias ou a incompetência dos controladores levem a uma redução significativa do preço das ações.

Haveria, assim, uma importante limitação aos incentivos negativos dos controla-

dores, trazida pelo próprio mercado (o mercado de controle das companhias abertas, *market for corporate control*).²⁶ Desde que não pudessem emitir ações sem direito a voto, os controladores deveriam tornar-se mais preocupados com o preço das ações, porque, a qualquer momento, poderiam vir a perder o controle, no mercado, caso ele se tornasse muito baixo. A administração dos negócios das companhias e também do relacionamento com os minoritários seria, assim, mais eficiente.

Há, na realidade do nosso mercado de capitais, muito espaço para apropriação indevida dos controladores. Regras mais participativas, mais democráticas, e que trazem incentivos distributivos, são difíceis de ser rejeitadas. Particularmente quando levada em conta a tendência mundial de se fortalecerem os direitos dos minoritários, e de se estimular as boas práticas dos controladores em relação aos demais acionistas, dar crédito a instrumentos como as ações sem direito a voto, que expulsam os acionistas do processo decisório das companhias, tornando-os meros objetos das atitudes (nem sempre criadoras de valor) dos controladores, é uma decisão controvertida.

Mas, é tênue a linha em que caminha o governo. É tênue, porque, assim como em virtualmente todas as demais decisões de política governamental dos países de terceiro mundo, não necessariamente se busca a melhor solução, mas, sim, a “menos ruim”. Ou seja, nem sempre se pode simplesmente “transplantar” soluções que em outros países, têm resultados positivos expressivos, e esperar que, aqui, os efeitos sejam iguais. É preciso uma dose adicional de “realismo”, e de contato com o nosso contexto econômico, político e social.

São altas as taxas de juros domésticas. A taxa de câmbio entre reais e dólares,

23. Cf. Jorge Lobo, ob. cit., p. 66.

24. Artigo “Um golpe no acionista minoritário”, jornal *Folha de S. Paulo*, 4.7.2001, p. A-3.

25. Cf. Tatiana Nenova, “Control values and changes in corporate law in Brazil”, 2000, p. 5.

26. Cf. Henry Manne, “Mergers and the market for corporate control”, 73 *J. Pol. Econ.* 110, 1965; e Ronald Gilson, “A structural approach to corporations: the case against defensive tactics in tender offers”, 33 *Stan. L. Rev.*, 819, 933, 1981.

volátil e alta, e o alto risco de crédito do país, dificultam, quando não inviabilizam, captações no exterior. A tributação sobre a produção é uma das maiores do mundo, e os encargos trabalhistas e previdenciários são significativos. Quando somados a um cenário recessivo, com baixa demanda agregada, não é difícil de se perceber que os resultados a serem reinvestidos não podem ser muito expressivos. Há, assim, em suma, poucas alternativas disponíveis para uma companhia brasileira para fundear o seu crescimento. Sobram as ações.

Ações preferenciais não afetam a estabilidade do controle. Há, pela falta de participação dos preferencialistas, em tese, mais espaço para apropriação indevida. Contudo, no caso presente do Brasil, pela falta de outras opções viáveis, é razoável pressupor que o controlador queira preservar a sua habilidade de voltar ao mercado no futuro, para emitir mais ações preferenciais. Há, assim, um incentivo real, no mercado de reputações, para que não haja benefícios privados e ações oportunistas significativas.²⁷

Sem as ações preferenciais, restariam apenas as ordinárias, e a conseqüente possibilidade de se perder o controle no mercado. Como se viu anteriormente, caso o preço das ações estivesse muito baixo, denotando-se a incompetência ou apropriação por parte do controlador, seria possível ao minoritário substituí-lo. Mas, de novo, olhando-se a nossa realidade atual, até que ponto o preço das ações no Brasil reflète com precisão a incompetência ou ganância do controlador?

O nosso mercado de capitais é um dos mais voláteis do mundo, havendo uma alta correlação entre a percepção dos investidores quanto ao desempenho macroeconômico do país e o resultados das ações

(salvo raras exceções). Assim, mesmo que muito competente ou responsável, o controlador pode ser punido olhando-se exclusivamente para esta métrica. Além disso, e mais importante, dadas a diferença entre a taxa de juros domésticas e as internacionais, e a taxa de câmbio depreciada, é natural que seja muito mais barato para um investidor internacional, do que para um investidor brasileiro, captar recursos junto a terceiros para adquirir o controle das companhias brasileiras.

Não por um argumento nacionalista, mas por uma constatação fática, deixar que investidores estrangeiros adquiram atualmente o controle das companhias brasileiras no mercado faz pouco sentido do ponto de vista de estímulo ao nosso mercado de capitais. Uma parcela significativa dos investidores estrangeiros é formada por companhias abertas, no exterior. A elas, do ponto de vista econômico, não faz sentido manter as suas subsidiárias abertas, no Brasil. Além disso, depois de adquirir o controle, os investidores estrangeiros, mesmo que fechados no exterior, terão poucos incentivos para manter as subsidiárias abertas no Brasil, dada a diferença de tributação e de liquidez entre as bolsas daqui e as internacionais.²⁸ Vale notar, também, que na hipótese de aquisição de controle no mercado, diferentemente da aquisição por meio de uma negociação privada com o controlador, não haverá razões de mérito que justifiquem se exigir que o prêmio de controle seja compartilhado com os acionistas minoritários.

E, nesse sentido, é de se criticar a pressão que tem sido exercida pelo BNDES para forçar a migração das empresas brasileiras ao Novo Mercado, em que se veda a emissão de ações sem direito a voto, e da CVM para que as companhias concedam o direito de voto aos preferencialistas em matérias importantes.

27. Cf. o excelente trabalho, nesse sentido, de Armando Gomez, *Going Public with Asymmetric Information, Agency Costs and Dynamic Trading*, Wharton School Finance Department, 1997.

28. Cf. John Coffee, *Competition Among Securities Markets*, Columbia University Law School (2002).

A existência de um segmento que permita a uma companhia, de acordo com a convicção do seu controlador, abrir mão do direito a emitir ações sem direito a voto é louvável.²⁹ A existência de regras mais rígidas de boas práticas de governança corporativa, particularmente aquelas relacionadas com o fortalecimento dos conselhos de administração e fiscal, seja com mais representantes dos minoritários, seja com mais conselheiros independentes, e com a divulgação de mais informações, que têm sido incentivadas, dentre outros, por institutos privados de governança corporativa,

também aumentam a transparência e democracia do mercado. Por isso, é razoável crer que os investidores computem esses direitos na precificação das ações, dando um prêmio ao controlador. Contudo, no contexto atual, pressionar para que companhias que não estejam necessariamente prontas para tanto adiram, de maneira obrigatória, ao Novo Mercado ou dêem direito de voto aos preferencialistas em matérias vitais, parece distante da realidade do nosso mercado, e, principalmente, do que o próprio governo, por outros órgãos, tem feito em termos de política macroeconômica e fiscal.

29. Cf. Jorge Lobo, ob. cit., p. 68. Assim como aponta Luiz Leonardo Cantidiano, a decisão de converter ou não as ações preferenciais passa também,

do ponto de vista do controlador, por determinar o custo que ele teria para manter o controle após a conversão.