

Atualidades

ALGUMAS MUDANÇAS NA LEI ACIONÁRIA

JOÃO LUIZ COELHO DA ROCHA

As recentes alterações na Lei 6.404, procedidas pela Lei 10.303, de outubro de 2001, têm provável importância para as empresas, ainda que o escopo de modificações no quadro da legislação acionária tenha sido menor do que o esperado. Temos aqui por apontar algumas dessas modificações, que nos assemelham de mais realce, enfatizando as conseqüências jurídicas derivadas da mudança.

1. O padrão de categorização da companhia como aberta é agora mais formal, pois que o elemento definidor passa a ser, de modo mais nítido, a admissão de negociação de seus títulos no mercado de valores mobiliários, mediante registro na CVM (art. 4º e § 1º).

2. A CVM agora pode ditar categorias de sociedades abertas (art. 4º, § 3º) de acordo com as “espécies e classes” de seus valores mobiliários existentes no mercado, com normas especiais aplicáveis a cada classe, pela própria autarquia reguladora.

2.1 Deve-se entender, supomos, que nessa diferenciação de companhias abertas, a CVM ditará normas mais restritivas para as empresas que coloquem debêntures ou que emitam ações preferenciais, por exemplo, pela natural exigência de maior proteção ao mercado investidor diante desses títulos, sendo em princípio, mas não de todo, indiferente em face do texto da lei, a maior ou menor diluição de títulos no mercado, desde que já seja a empresa inserida no campo das abertas.

3. O cancelamento de registro de sociedade aberta tem agora as seguintes re-

gras (art. 4º, § 4º), as quais vem, ao nível formal da lei própria, substituir as regras regulamentares da CVM, até aqui prevalentes.

A) oferta pública pelo controlador direto ou indireto para compra de todas as “ações em circulação no mercado”, por preço justo;

B) “preço justo” será no mínimo o “valor de avaliação da companhia” apurado de acordo com os seguintes critérios: (a) patrimônio líquido contábil, (b) patrimônio líquido a preço de mercado, (c) fluxo de caixa descontado, (d) comparação por múltiplos, (e) cotação das ações no mercado (se for o caso), e (f) outro critério aceito pela CVM;

C) os critérios acima, de apuração de preço para oferta, podem ser adotados em conjunto ou apenas um ou mais deles, mais uma vez se consolidando em lei o conceito avaliatório moderno, tomado da prática econômica-financeira, do “fluxo de caixa descontado”, além da codificação do método comparativo clássico, tão usado em avaliações judiciais, e que aqui recebe o nome um tanto presunçoso de “comparação por múltiplos”;

D) se acionistas detendo pelo menos 10% das ações em circulação no mercado discordarem do critério de avaliação, e assim fundamentarem, a Assembléia Geral será chamada para adotar outro critério;

E) se, depois da oferta pública, decorrido o prazo dela, só restarem em circulação menos de 5% das ações da empresa, a AGE pode decidir o resgate compulsório

dessas ações restantes, depositando-se o valor delas em banco credenciado pela CVM. Esta aí ratificada, portanto, nessa hipótese de permanência residual de ações fora do controle, um caso de alienação compulsória das mesmas ao ofertante.

4. Também na estampa legal agora (art. 4º, § 6º) a oferta pública compulsória, caracterizada por aquela situação onde o controlador, pessoa física ou sociedade, adquire ações de empresa aberta sob seu controle em um montante tal que sua participação direta ou indireta em certa classe e espécie de ações impeça a liquidez das restantes (conforme critérios da CVM). Nesse caso, fica ele obrigado a apresentar e honrar oferta pública, naqueles padrões de valor acima, para adquirir tal remanescente de ações. Desnecessário talvez lembrar que, ilíquidas que sejam tais ações, se montarem a mais de 5% do capital da empresa decorre que seus proprietários não estão adstritos a acolher a oferta pública.

5. As ações preferenciais sem voto ou com voto limitado agora não podem exceder a 50% das ações emitidas (art. 15, § 2º), refletindo certos reclamos constantes, inclusive de parte da doutrina, quanto à inconveniência de se deixar a empresa eventualmente sujeita a controle votante bem minoritário em relação ao capital global, pois que se tinha até aqui como possível até dois terços do capital da empresa em mãos de preferencialistas sem voto. A adoção desse novo patamar não impede um controle minoritário, mas deve levá-lo a um nível mínimo de cerca de 26% do capital total.

6. Fica consideravelmente alterado o panorama legal de vantagens conferidas aos preferencialistas de sociedades abertas e que tenham restrição ao direito de voto (art. 17, § 1º). Eles vão desfrutar de vantagens compulsórias para além das meras prioridades no reembolso de capital ou na distribuição de dividendo fixo ou mínimo, mas ficando evidente, no novo texto da lei, que os preferencialistas nas sociedades fechadas podem ter, como vantagem, como "preferência", apenas o longínquo direito de

reembolso prioritário de capital, com ou sem prêmio.

6.2 No caso das abertas, contudo, se não for assegurado o recebimento prioritário de dividendos fixos ou mínimos (ainda que não cumulativos), os preferencialistas com direito de voto suprimido ou restrito terão, quando menos, e de forma alternativa, os direitos de:

A) participar do dividendo mínimo de 25% ou mais do lucro líquido do exercício em bases que lhes garantam recebimento prioritário de algo correspondente a, no mínimo, 3% do valor de patrimônio líquido de suas ações, e, depois de pago aos ordinários um montante calculado naquela mesma base, participar com eles do saldo do dividendo mínimo deliberado;

B) receber ao menos 10% a mais por ação que os acionistas ordinários;

C) receber dividendos pelo menos iguais aos das ações ordinárias e ainda ter o direito de participar na oferta pública de compra de ações na alienação de controle, sob as novas regras criadas na lei.

7. As ações preferenciais com dividendo fixo (valores monetários, percentuais sobre o valor da ação etc.) podem ser excluídas, via estatuto, de aumentos de capital com capitalização de lucros e reservas (art. 17, § 5º). Temos, aqui, uma estranha e nada meritória afronta aos direitos de preferencialistas, pois que a garantia de dividendo fixo em si pouco significa (qual o quantitativo desse dividendo?) diante da perda do direito de partilhar dos lucros e reservas por meio das novas (ou das já existentes) ações que se aproveitem do aumento de capital.

7.1 Ademais, vê-se afrontado o sistema legal que só admitia a perda desse importante direito de preferência nos aumentos de capital com capitalização de lucros ou reservas nos casos de capital autorizado, dentro do limite, na venda em mercado aberto, permuta em oferta pública para aquisição de controle, além das leis especiais sobre incentivos fiscais (art. 172).

8. Enfim, depois da enorme discussão que cercou a privatização emblemática da Cia. Vale do Rio Doce, introduz-se formalmente a "Golden Stock" na ordem jurídica brasileira, especialmente para empresas desestatizadas, como uma "ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembléia geral nas matérias que especificar" (art. 17, § 7º).

8.1 O princípio parece claro, e, diante da natureza extraordinária do acionista (o Poder Público Federal, Estadual ou Municipal) não se há de estranhar o acúmulo de poder a favor de um preferencialista que, além de voto compulsório, ainda terá esse voto como mais forte do que outros, pois que com poder de veto, de anular pois, por uma vontade só, a vontade da maioria votante.

9. Regras mais abrangentes surgem agora (art. 41 e §§) sobre a custódia não só de ações mas ainda de demais valores mobiliários (debêntures, bônus de subscrição etc.), ainda aí contemplando titularidade meramente escritural, atijando possivelmente o debate sobre a desqualificação desses títulos de crédito como tais, entendendo nós (*RDM* 117/112) que, enquanto não se lhes for desqualificada a característica da autonomia, permanecem com tal qualidade.

9.1 Sobre o resgate de ações permite-se agora como regra geral (excepcional em estatuto) que só tenha eficácia em relação a tal ou qual classe de ações se os acionistas detendo ao menos 50% daquelas ações assim aprovem em assembléia especial (art. 44, § 6º).

10. Observado o desprestígio e a falta de uso do título, extinguem-se as partes beneficiárias nas empresas abertas mantendo-se-as como possíveis nas sociedades fechadas, a favor de associações de empregados, fundadores, instituições por ela mantidas etc. (parágrafo único do art. 47).

11. A semelhança das ações, a lei agora também admite (art. 52) debêntures sem cártula, com as condições do crédito de seu tomador e da realização do mesmo previstas somente na escritura. A novidade deve acirrar o embate doutrinário quanto à qualificação das debêntures como títulos de crédito, à falta agora da "cartularidade" própria dos documentos cambiários. De nosso lado, entendemos que a omissão da cártula por si só não desqualifica a debênture como título cambiário, pois que o único caráter distintivo e inafastável desse instituto jurídico será a autonomia, como vemos, o ponto fulcral da existência dos títulos de crédito, a independência de cada obrigação ali contida em relação a qualquer outra dali derivada.

11.1 Ademais, admite-se agora nas debêntures (art. 54, § 1º) outros índices de correção "não expressamente vedados em lei", além dos coeficientes de títulos públicos e da indexação cambial, supostamente para conceder mais elástico nessa busca da preservação econômica do valor de face do título.

11.2 Enfim, permite-se (art. 54, § 2º) que a escritura de lançamento conceda a opção de resgate em bens da empresa. Imaginamos que a seleção dos bens, ainda que em regra efetuada quando do resgate do título, do débito, possa também ser feita desde o início, desde o lançamento, mesmo que a opção real só seja exercida quando do vencimento. Assim, assegurado quais serão os bens da empresa a serem usados, se e quando os debenturistas assim desejarem, estes terão uma maior certeza de seus recebimentos *in natura*.

12. Com a sensível superação das resistências, algumas nitidamente corporativas, a solução arbitral parece estar se consolidando entre nós. Neste passo, a lei vem agora incorporar (art. 109, § 3º) a alternativa de a arbitragem ser inserida no âmbito institucional do estatuto da companhia, sendo de consequência que ao adquirir ações e entrar para a sociedade o acionista na hipótese estará se submetendo à jurisdição

arbitral em caso de conflitos com a empresa ou com outros acionistas, neste último caso apenas nas matérias societárias, relações de controle etc.

13. Tenta-se aperfeiçoar os importantes, cada vez mais utilizados, acordos de acionistas, instituto de escasso trato legislativo entre nós. No *caput* do art. 118 se expressa agora que, além dos objetivos de compra e venda de ações, preferência para comprá-las e exercício do voto, especificamente, o exercício do poder de controle pode ser colimado nos acordos acionários.

13.1 Não vemos grande relevância nessa inserção, pois que o exercício do controle se dá necessariamente pelo desempenho do voto, em Assembléia, nos Conselhos, na Diretoria, e isso já se contemplava no art. 118.

13.2 Para além desta notação, registre-se que a descrição de objetos para os acertos de acionistas, contida no art. 118, tem valor relativo, por isso que, como entendemos, os princípios do direito privado brasileiro compreendem e concedem validade a todo e qualquer acordo, desde que seu objeto seja lícito, não afronte os bons costumes nem a ordem pública, e aqui particularmente respeite os direitos essenciais dos acionistas. Apontando-se ainda que seus efeitos atingem terceiros nos moldes das leis registraes desde que levado o documento a registro público, e, ainda, quanto à própria sociedade, anotado em seus livros.

13.3 Tanto se pretende a eficácia concreta e não só teórica do acordo que a lei houve por excepcionar para o caso (art. 118, § 7º) o prazo dos mandatos para fins societários, podendo pois tal termo ser superior a dois anos quando seu objeto seja o de votar em assembleias gerais com base no acordo.

13.4 Já usamos em convenções acionárias, e já vimos usadas, a providência agora consagrada em lei (§ 8º do art. 118), de se deferir ao presidente da mesa em assembleia ou em órgão colegiado, o poder de negar validade a voto proferido contra o acordo ali registrado.

13.5 De ótimo conselho também a regra agora do § 9º, concedendo a acionista, parte no acordo, o direito de suprir o voto negado ou omitido, por sua contra-parte no ajuste, diante da obrigação no acerto assumida.

13.6 A exigência de um representante indicado pelos convencionados (§ 10) para representá-los perante a empresa e prestar esclarecimentos (§ 11), vale dizer, conceder interpretação sobre dispositivos do acordo, é algo a ser visto e tratado com muito cuidado, por isso que os eventuais minoritários no acerto só se assegurarão se houver a escolha de duas ou mais vozes conjuntas, de outro modo se deferindo ao majoritário (o evidente escolhido) a única e definitiva voz de "interface", de declaração, com efeitos jurídicos, perante a companhia, do real sentido e extensão das cláusulas do acordo.

14. No contexto de mais restrições e mais *disclosure* para as empresas abertas, aumenta-se para 15 dias (art. 124, § 1º, II), naquelas espécies acionárias, o prazo da primeira convocação da Assembléia Geral, sendo de 8 dias o da segunda convocação.

14.1 E a CVM agora (art. 124, § 5º) tem poderes para, caso requerido por um acionista, ouvida a empresa aberta, aumentar até 30 dias o prazo da primeira convocação, se certas matérias forem complexas, e interromper em até 15 dias a fluência do prazo de antecedência se entender que há problemas nas matérias anunciadas, neste último caso avisando à empresa, se assim ela, CVM, constatar as razões pelas quais entende que tal ou qual objeto da convocação é ilegal ou anti-regulamentar.

14.2 Uma vez que não se defere à autarquia o poder de sustar em definitivo o conclave, e decerto não se haveria de esperar algo neste sentido, pois só ao Judiciário pode caber tal intervenção na vontade institucional, o eventual ato notificatório da CVM há de representar uma presunção relativa de vicissitudes graves na Assembléia, o que deve ensejar base sólida para os acionistas buscarem sua sustação e/ou anulação.

14.3 Sempre objetivando as companhias abertas, com responsabilidade patente no mercado de capitais, adita-se agora, com bom motivo, que os documentos relativos a assuntos das AGEs devem estar disponíveis aos acionistas na sede da empresa já na data da primeira publicação do anúncio convocatório (art. 124, § 6º).

15. Há uma exposta tendência de se prestigiar o conselho fiscal, órgão que sabidamente andou representando tanta vez um mero reduto de amigos homenageados dos controladores, pessoas que acabavam por até "assinar sem ler" as demonstrações e balanços. Assim, com mais facilidades de acesso a minoritários naquele coletivo, a lei também pauta agora por exigir, dentre os documentos compulsoriamente colocados ao dispor dos acionistas, mediante os avisos públicos até um mês antes das assembléias ordinárias, o parecer necessário do conselho fiscal, incluindo os eventuais votos dissidentes, tudo para se conceder a mais ampla gama de conhecimento sobre os negócios sociais e a apreciação técnica dos que pela lei supostamente devem analisá-los.

16. No importantíssimo assunto do "quórum" qualificado para as deliberações sociais (metade das ações votantes ou mais, se o estatuto assim prever), a mudança foi na aparência pequena e, a nosso ver, apenas explicativa (art. 133, I), declarando-se que a hipótese ali contemplada será a de criação de preferências novas, ou de novas classes delas, sem guardar medida com as demais classes de ações preferenciais. Enfim, a lei indica, por bem razoável, que se pode criar, por maioria simples, uma nova emissão de ações preferenciais de uma classe já existente.

17. Parece que, atualmente, no meio jurídico brasileiro — e o fenômeno já vem de algum tempo —, a mais debatida questão concernente às anônimas é a matéria do direito de recesso. E realmente entende-se que ali embatem as duas vertentes de interesses por natureza contrastantes, seja a dos majoritários em conservar a empresa capitalizada, seja a dos minoritários inconfor-

mados com tal ou qual decisão e que buscam aí o ressarcimento máximo de sua parcela de capital.

17.1 Neste sentido, é claro que se esperava alterações no art. 137 da lei, o que realmente ocorreu. Assim, volta a prevalecer o direito de recesso nos casos de cisão, mas só se a cisão implicar em (a) mudança do objeto social, a não ser que o patrimônio cindido reverta para sociedade que tenha atividade básica coincidente com a da sociedade cindida, (b) redução do dividendo obrigatório, e (c) participação em grupos de sociedades.

17.2 Tratando-se de decisões sobre a mudança do dividendo obrigatório, ou no objeto social da empresa, exige-se agora (art. 137, I) que o acionista dissidente tenha ações sem liquidez e dispersão no mercado, presumindo-se a dispersão no caso de sociedades em que o controlador ou o grupo de controle tiver menos da metade daquela espécie ou classe de ação, e admitindo-se a liquidez quando as ações do dissidente integrem índice geral representativo de carteira de ações admitidas no mercado no Brasil ou no exterior (padrões CVM). Tais parâmetros, agora estratificados no texto da Lei 6.404 (inc. II do art. 137), refletem a adoção da saída do acionista descontente pela porta mais livre e menos onerosa (para a empresa) do mercado de capitais, desde que exista efetivamente mercado para esses títulos e que o majoritário/controlador não tenha grande margem de manobra para estreitar preços nessa saída.

17.3 Também de bom aviso ainda a proteção dos dissidentes no exercício de seu direito de retirada, e aí se expressa que o direito de saída não se esvai pelo fato de o acionista ter se absterido de votar ou não ter comparecido a Assembléia (§ 2º).

17.4 Caminhando na direção da preocupação dos majoritários e controladores quanto ao efeito economicamente desastroso do reembolso em dadas hipóteses, concede-se (§ 3º) que, dentro de dez dias do

prazo para o recesso, quando já se terá o panorama de quantos querem sair e quanto isso custará para a empresa, a administração convoque a assembléia geral para, exposta a situação, deliberar com sua maior soberania se vale a pena ou não continuar com a deliberação causadora do dissenso, permitindo assim que se volte atrás.

18. Prosseguindo no desiderato de mais democratização nas empresas abertas, cria-se uma nova estrutura de garantia de assentos à minoria no Conselho de Administração (art. 141, § 4º). Junto com o voto múltiplo, agora temos nas companhias abertas o direito de poder eleger um conselheiro e seu suplente:

A) pelos majoritários, excluído o controlador, que tenham pelo menos 15% das ações votantes da empresa;

B) pelos preferencialistas sem voto ou com voto limitado, que detenham pelo menos 10% do capital da sociedade, desde que não tenham o direito (ou não o tenham exercido) do art. 18, de já eleger membros do Conselho em separado.

18.1 Se não ocorrer nenhum dos acionistas acima, aqueles titulares de ações ordinárias e preferenciais podem agregar seus votos e eleger seus titulares e suplentes no conselho, desde que em conjunto tenham 10% do capital votante.

18.2 De modo a garantir o mínimo intuito de permanência, de integração, e não de oportunismo societário para uso desses direitos eletivos, os acionistas acima devem provar que *detém* essas ações continuamente pelo menos nos três meses anteriores à assembléia (art. 141, § 6º).

18.3 E certo que, agregando-se esse novo canal de acesso de minoritários ao órgão de gestão, com sua já existente faculdade de exercer o voto múltiplo, se poderia conceder, nas frestas dessas conquistas minoritárias, um meio desvioso de perda de controle gerencial pela maioria, daí a necessidade do novo § 7º, que, ocorrendo o uso bem sucedido do voto múltiplo e das eleições acima vistas de conselheiros por

minoritários, assegura ao detentor, sozinho ou por acordo de voto, de 50% das ações votantes, o direito de eleger mais um conselheiro (e seu suplente) do que os eleitos pelos outros acionistas, independente do número estatutário de conselheiros, garantindo assim a prevalência decisória da maioria votante.

18.4 Na contrapartida, confere-se, ainda, como poder “de fogo” dos conselheiros minoritários, eleitos na empresa aberta na forma agora criada, direito de veto à escolha dos auditores independentes (art. 142, § 2º).

19. Admitem-se, enfim (art. 146, § 2º), conselheiros residentes no exterior, desde que confirmem procuração com poderes a um residente no Brasil para receber citação em seu nome em qualquer ação decorrente das relações societárias, com prazo de validade de até 3 anos após o término do mandato. A novidade é benéfica, já pelo fenômeno da internacionalização da economia, já pela constatação de que o conselho de administração, ao contrário da diretoria, não usa ter funções diárias, senão matérias de sua afetação com maturidade mais longa, presumindo-se, portanto, que o conselheiro não há que permanecer necessariamente no país todo o tempo.

20. Adicionam-se como exigências para qualificação como gestores das S/A que, pessoas que tenham “interesses conflitantes” com a companhia ou ocupem cargos em conselhos consultivos, fiscais, de administração, ou outros dessa ordem em empresas concorrentes, só podem ser eleitas se houver dispensa expressa da Assembléia, de modo a se submeter ao órgão superior à análise de possíveis conflitos de interesse (art. 147, § 3º, I).

21. É compulsória agora, no termo de posse, a indicação pelo administrador, inclusive do conselheiro com residência no exterior, o apontamento de um domicílio onde, por citações e intimações ali entregues, considerar-se-á ele devidamente chamado a lides e a responsabilizações (art. 149, § 2º).

22. Sobre a perene questão do *insider trading*, agora há um disposto adicional no art. 155, § 4º, em que se considera tráfico indevido e afronta ao dever de lealdade o uso de informação relevante, ainda não divulgada, “por qualquer pessoa que ela tenha tido acesso”, com o objetivo de auferir lucro ou vantagem no mercado, para si ou para outrem. Assim, temos que o tipo legal ora criado vai compreender, na sua vertente do sujeito ativo, não só diretores, conselheiros, acionistas, mas ainda gerentes, empregados ou prestadores de serviços que tenham ligações (daí o conhecimento antecipado) com a companhia.

23. Os administradores das empresas abertas agora também têm de informar de imediato, como instruído pela CVM, as modificações de suas posições acionárias na empresa, a CVM avisando às bolsas onde as ações são negociadas ou às entidades do mercado organizado de balcão (art. 157, § 6º).

24. Introduce-se a abusividade, com as conseqüências de responsabilização, também no exercício das funções de membro do conselho fiscal (art. 165, 1º), adotando-se parâmetros semelhantes àqueles usados quanto à administração. A novidade se encarta nessa orientação de busca de maior prestígio ao órgão, contrabalançando-se por mais estritas responsabilizações imputadas a seus membros.

25. Se, em um dado exercício, o total do dividendo obrigatório ultrapassar a parcela realizada do lucro líquido daquele exercício, a assembléia pode, agora (art. 197), por proposta dos órgãos de gestão, levar o excesso à reserva de lucros a realizar, a qual só vai poder ser usada para pagar dividendo obrigatório, e, para seu uso, em dividendos ou mesmo em absorção de prejuízos, serão tidos como integrantes da reserva os lucros a realizar de cada exercício que forem os primeiros a serem realizados em dinheiro.

25.1 Adite-se que, doravante, são esses os componentes do lucro líquido, em cada exercício, para a aferir o seu exceden-

te realizável (a) o resultado líquido positivo da equivalência patrimonial, e (b) o lucro, ganho ou rendimento em operações cujo prazo de realização financeira ocorra após o término do exercício social seguinte.

26. No cálculo do dividendo obrigatório (art. 202), a sua base é modificada, pois que não mais ali se consideram os lucros transferidos para a respectiva reserva e os lucros antes registrados nessa reserva que tenham sido realizados no período.

27. Em conformidade com as alterações no art. 197 sobre a realização do lucro líquido e a reserva de lucros a realizar, acima vistas, agora *o pagamento do dividendo obrigatório pode ser limitado ao montante do lucro do exercício que tiver sido realizado, desde que a diferença seja registrada como reserva de lucros a realizar, e, ainda, os lucros levados a essa reserva de lucros a realizar realmente realizados ou serão eles imputados a prejuízos subsequentes ou serão distribuídos com o primeiro dividendo declarado após a realização.*

28. A não distribuição do dividendo mínimo é permitida se nenhum acionista se opuser na assembléia, como já o admitia lei, mas agora também de modo expresso para as companhias abertas, se o objeto exclusivo na hipótese for o de captação de recursos em debêntures não conversíveis, e para as empresas fechadas, exceto aquelas que forem controladas por abertas, salvo se o objetivo for o mesmo acima, o da captação de dinheiro em debêntures não conversíveis (art. 202, § 1º).

29. Há agora parâmetros mais estritos para incorporação da controlada pela controladora, ou vice-versa, na fusão delas, incorporações de suas ações, ou de sociedades sob controle comum, em termos de avaliação, substituição de ações, máxime no referente a avaliações patrimoniais, seus critérios, relações de substituição de ações etc. (art. 264).

30. A oferta pública de alienação de controle de companhia aberta agora se acha veiculada no novo art. 254-A da lei, criada

