

# Espaço Discente

## AS CONSTANTES MUDANÇAS LEGISLATIVAS NO MERCADO DE CAPITAIS E SEUS EFEITOS

ANA PAULA GORDILHO PESSOA

*1. Considerações iniciais: 1.1 Aspectos históricos; 1.2 A sociedade anônima no Brasil; 1.3 A Lei 6.404/1976; 1.4 Alterações promovidas na Lei 6.404/1976. 2. Alterações introduzidas na Lei 6.404/1976 e os efeitos provocados nos direitos dos minoritários: 2.1 O direito de recesso; 2.2 Aquisição do controle acionário; 2.3 O fechamento do capital de sociedade anônima. 3. Efeitos provocados no mercado de capitais: 3.1 Um cotejo com sistemas da "common law"; 3.2 Perspectivas para o mercado de capitais brasileiro. 4. Considerações finais. 5. Bibliografia.*

### **1. Considerações iniciais**

Em estudo sobre o mercado de capitais brasileiro, apontado como o mais expressivo da América Latina e o 17<sup>º</sup> no *ranking* mundial,<sup>1</sup> Tatiana Nenova conclui que o valor do controle de companhias abertas é diretamente afetado por mudanças na proteção legal conferida aos acionistas minoritários.

Ainda que a pesquisa efetuada pela economista do Banco Mundial tenha se restringido a analisar os efeitos provocados com a edição da Lei 9.457/1997, que revogou diversos direitos dos minoritários e da Instrução Normativa 299/1999 da CVM, seu parecer retrata com proficiência o mercado de valores mobiliários nacional.

Partindo das conclusões adotadas no mencionado texto, o presente estudo obje-

tiva refletir sobre algumas alterações que vêm sendo promovidas na legislação societária desde o Código Comercial brasileiro, quando a sociedade anônima foi disciplinada pela primeira vez, e suas consequências no desenvolvimento da atividade econômica nacional.

Serão consideradas, conjuntamente, as razões apresentadas como justificativas para legitimar as mudanças introduzidas no ordenamento brasileiro e os efeitos gerados na credibilidade e segurança dos potenciais investidores.

Na verdade, o escopo do trabalho cinge-se a assinalar o custo que o mercado de capitais vem assumindo em virtude de cada mudança implementada na legislação societária, suscitando a discussão quanto a efetividade das reformas perpetradas, o êxito no propósito de fomentar o crescimento da empresa nacional e sua participação no mercado de capitais de risco.

1. 2000 Data, World Development Statistics, 2001, *apud* Tatiana Nenova *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*.

### 1.1 Aspectos históricos

O modelo societário atual parece bem distante do Banco de São Jorge,<sup>2</sup> constituído em Gênova, em 1407, e apontado como a organização que teria reunido pela, primeira vez, os elementos que viriam a caracterizar posteriormente as sociedades anônimas.<sup>3</sup>

Tampouco guarda maiores resquícios de identidade com as companhias coloniais dos séculos XVII e XVIII,<sup>4</sup> que adotaram a forma que mais tarde iria delinear as sociedades modernas. Entre elas, destaca-se a Companhia das Índias Orientais, como a pioneira e a mais importante, fundada em 1602 na Holanda. Ditas sociedades surgiram para atender aos anseios de exploração nas novas terras e sedimentar as grandes conquistas de navegação.

Ainda que não se chegue a um consenso quanto a origem das sociedades por ações, atribuindo, alguns autores, a gênese do instituto à *societates publicanorum* dos romanos,<sup>5</sup> é indiscutível que o modelo foi idealizado inicialmente para possibilitar o desempenho, com êxito, do seu objetivo de mobilizar vultosos recursos, atraindo investidores dispostos a participar com capital em grandes empreendimentos de longa duração, partilhando o risco entre todos.

Como era indispensável a reunião de significativo volume de capital, as companhias coloniais adotaram a possibilidade de livre negociabilidade das ações, sendo admitido o ingresso de qualquer interessado, sem qualquer limitação de raça, religião,

nacionalidade etc. A característica marcante deste tipo societário era sua atuação em empreendimentos que representassem nítido interesse coletivo e a participação dominante do Estado.

São identificadas ainda duas outras fases na história das sociedades anônimas: a companhia empresária e a macroempresa.

A companhia empresária tem origem com as transformações ocorridas a partir da Revolução Industrial no século XVIII e resgatou para os empresários o direito de acesso a forma societária, antes reservada a empreendimentos de interesse do Estado. Os investidores idealizaram poder usar a sociedade por ações como instrumento de execução de seus diversos projetos, sem a participação do Estado.

A forma das companhias adequava-se perfeitamente a grandes empreendimentos privados, uma vez que possibilitava arregimentar recursos perante investidores interessados em direcionar sua poupança.

Aos poucos, foi se deixando de exigir lei especial ou autorização para constituição de novas companhias,<sup>6</sup> despontando as leis dos estados norte-americanos como as primeiras a facultar a liberdade de constituição de corporações com finalidades econômicas.

No final do século XIX, podem ser identificadas as macroempresas, resultado da concentração de empresas que se reuniram com o objetivo de reduzir os riscos de

2. Conforme registro apontado por Trajano de Miranda Valverde in *Sociedade por Ações*, v. 1, p. 10.

3. Apesar da livre circulação das quotas, não possuíam o caráter especulativo que peculiariza as companhias, consoante ressaltado por Brunetti, *apud A Lei das S/A*, Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, p. 37.

4. Waldemar Ferreira, *Tratado de Direito Comercial*, v. IV, p. 12.

5. É o que sugeriu J. C. Sampaio de Lacerda, in *Noções Fundamentais das Sociedades Anônimas*, p. 10.

6. René Rodière e Roger Houin assinalam que na segunda metade do século XIX o sistema de autorização para funcionamento das sociedades anônimas estava fadado a desaparecer. As companhias inglesas que se constituíam livremente vinham trafegar na França, sendo impensável que as companhias francesas fossem permanecer desfavorecidas. A solução foi implementada por etapas, através da Lei de 23 de maio de 1863 que admitiu a incorporação sem autorização às empresas cujo capital não ultrapassasse de 20 milhões, até que a Lei de 24 de julho de 1867 sacramentou o direito de formação de sociedades anônimas independentemente de autorização governamental (*Droit Commercial*, t. 1, 6ª ed., pp. 425-426).

instabilidade em mercados competitivos, bem como usufruir das vantagens de sua dimensão.<sup>7</sup>

Com as sociedades anônimas de economia mista, generalizadas após a Guerra de 14, há um retorno do fenômeno de intervenção do Estado. A potência adquirida pelas sociedades e a capacidade de drenar a poupança popular, acumulando capital, não passou despercebida pelo Estado, preocupado em assegurar uma proteção aos particulares. As companhias brasileiras até a privatização refletiram a tendência iniciada com as transformações econômicas operadas a partir das Grandes Guerras.

A empresa passou a ser o epicentro do Direito Comercial alavancando infindáveis discussões, permanecendo presente o raciocínio de Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, quando afirmou que: “a sociedade anônima, em sua curva evolutiva, é a única forma jurídica de aglutinação de capitais capaz de responder ao ilimitado e imprevisível crescimento que a estrutura econômica dos tempos atuais impõe às empresas”.<sup>8</sup>

É certo, contudo, que o instituto demanda uma abordagem mais social, se preocupando não só com os investimentos resgatados da população, com seus acionistas, administradores e controladores, mas também com seus empregados e a arrecadação fiscal.

### 1.2 A sociedade anônima no Brasil

As sociedades anônimas foram inicialmente disciplinadas no Brasil pelo Código Comercial de 1850, que não lhes conferiu mais do que cinco artigos. Desde então, sua

7. George Ripert se referiu às sociedades anônimas no curso do séc. XIX e início do século XX como “merveilleux instrument du capitalisme moderne” (apud René Rodière e Roger Houin, ob. cit., p. 427), que registraram que não houve setor da economia francesa onde as maiores empresas não tenham adotado a forma de sociedade anônima.

8. Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, *Sociedade por Ações*, 1<sup>a</sup> v., Nota Prévia.

regulamentação vem sendo objeto de inúmeras alterações legislativas.

Antes disso, porém, já havia sido instituída a primeira sociedade por ações no país: o Banco do Brasil, criado no mesmo ano da chegada da Família Real, mediante alvará firmado pelo Príncipe Regente. Interessante registrar que J. C. Sampaio de Lacerda refere-se ao Decreto 575, de 10.1.1849, editado em momento anterior ao código. O aludido texto, contudo, não conferia um tratamento exaustivo sobre a matéria, restringindo-se a regular a constituição das companhias, a exigência de autorização do governo e aprovação do contrato.

Seguindo a orientação do Código Comercial francês, que foi o primeiro texto legal a adotar a expressão *sociedade anônima* e traçar o regime legal das companhias,<sup>9</sup> refletindo, portanto, o posicionamento de então, o Código brasileiro manteve a exigência de autorização do Governo para constituição das companhias de comércio, como também eram denominadas as sociedades por ações.

Dez anos depois, em 1860, sofria o diploma sua primeira intervenção, através da Lei 1.083, de 22 de agosto e do Decreto 2.711, de 19 de novembro. Ambos editados com o propósito de disciplinar melhor as instituições financeiras, ampliaram o rigor das medidas fiscalizatórias e não dispensaram o requisito atinente a autorização governamental para incorporação das companhias.

Somente em 1882, a Lei 3.150, de 4 de novembro de 1882, emancipou a classe empresária, consagrando a liberdade de constituição das companhias, que tivessem por objeto fins industriais e agrícolas. Derrogando o Código no particular, passou a regular detalhadamente as sociedades anônimas, preservando a exigência da prévia autorização da Administração Pública para as sociedades que desempenhassem operações de banco, seguro, e capitalização, cuja

9. Alfredo Lamy Filho e outro, ob. cit., p. 62.

interferência na economia nacional era significativa.

Com o advento da República e eclosão do encilhamento,<sup>10</sup> foram expedidos inúmeros decretos com a finalidade de reprimir os abusos especulativos ocorridos. Contudo, somente após a Constituição de 1891 é que foi editado o Decreto 434, de 4 de julho de 1891, consolidando as disposições então em vigor e que se manteve até a expedição do Decreto-lei 2.627/1940. No período de 1889 a 1892, houve um imenso incremento na quantidade de sociedades por ações no país.

Durante a vigência do Decreto 434/1891, entre as diversas modificações introduzidas, merece registro o Decreto 21.536, de 15 de junho de 1932, que instituiu no Direito brasileiro as ações preferenciais, que poderiam ser de uma ou mais classes.

O Decreto-lei 2.627, de 26 de setembro de 1940, cujo anteprojeto foi elaborado por Trajano de Miranda Valverde, disciplinou todas as sociedades anônimas que atuaram durante a expansão industrial brasileira iniciada na década de 50. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira comentam que a referida legislação não foi inovadora, eis que impregnada, ainda, dos efeitos da crise dos anos 30, após o *crash* da Bolsa americana e inspirada, basicamente, nos modelos vigentes na França e na Itália, que não possuíam como não possuem, mercados tão atrativos como o americano e o inglês. Ao contrário da legislação atual, preocupou-se mais com as companhias fechadas.

Os arts. 59 a 73, que tratam de funcionamento de companhias que dependem de autorização do Governo para funcionar e sobre os requerimentos para a instalação de sociedades estrangeiras no país, permanecem em vigor.

Poucos meses após sua publicação, a legislação sofreu sua primeira alteração no

10. Época de grande especulação e abusos financeiros com transações questionáveis na bolsa (Lamy Filho, p. 116).

tocante as sociedades de economia mista. O Decreto-lei 2.928, de 3 de dezembro de 1940, baixado pelo Presidente da República, liberava as sociedades em que o Governo participava, da aplicação das regras contidas nos arts. 127, I, e 130.<sup>11</sup> Preceitos que foram incorporados ao texto legal para assegurar proteção à empresa e seus acionistas, expressando um nítido intuito moralizador. O Estado, no entanto, julgava não precisar adequar sua conduta a essas medidas.

Trajano de Miranda Valverde assinala que a modificação teve como pano de fundo o objetivo de impedir que os acionistas minoritários do Banco do Brasil desfrutassem da distribuição de reservas livres, “que montam a somas astronômicas”.<sup>12</sup> Externa sua indignação em relação à atitude adotada, comentando: “Não há lei, porém, que resista quando a sua autoridade é diminuída pelo próprio Estado que a edita”.<sup>13</sup>

Sem pretender exaurir todas as mudanças incorridas na legislação desde sua edição, convém apontar uma correção apropriada, que foi introduzida pelo Decreto-lei 3.391, de 7 de julho de 1941, ao substituir a aplicação da pena de prisão e multa para os Diretores, que deixassem de remeter cópia de determinados atos societários para o órgão competente, pela cominação de multa pecuniária.

11. “Art. 127. Aos membros do conselho fiscal incumbe: I — examinar, em qualquer tempo, pelo menos de três em três meses, os livros e papéis da sociedade, o estado da caixa e da carteira, devendo os diretores ou liquidantes fornecer-lhes as informações solicitadas”; e “Art. 130. Dos lucros líquidos verificados far-se-á, antes de qualquer outra, a dedução de 5%, para a constituição de um fundo de reserva, destinado a assegurar a integridade do capital. Essa dedução deixará de ser obrigatória logo que o fundo de reserva atinja 20% do capital social, que será reintegrado quando sofrer diminuição”.

12. “Dizem que o objetivo real do Decreto-lei 2.928 foi colocar o Banco do Brasil ao abrigo da curiosidade dos acionistas particulares e impedir a distribuição de reservas livres, que montam a somas astronômicas” (Trajano de Miranda Valverde, *Sociedade por Ações*, v. 1. 3ª ed., p. 37).

13. Ob. cit., p. 37.

Outra inovação que antecedeu o diploma atual, implementada através do Decreto-lei 4.480, de 15 de julho de 1942, foi a permissão de emissão de ações preferenciais até o limite de 2/3 do capital social, às empresas de energia elétrica. Naquela época, o percentual de ações privilegiadas<sup>14</sup> não poderia ultrapassar a metade do capital da companhia.

Miranda Valverde identifica ainda outra atitude condenável, imputada ao Governo Federal, quando baixou o Decreto-lei 7.375, de 13 de março de 1945, modificando a redação do art. 105 do Decreto-lei 2.627, de 1940, apenas para atender a questões políticas e interesses desmedidos de se apoderar de um grande jornal do Estado de São Paulo. Evidenciando o caráter individualizado e circunstancial da medida, no mês de novembro do mesmo ano, a redação anterior foi restaurada.<sup>15</sup>

Bastante interessante é o comentário elaborado por Arnoldo Wald, após analisar a jurisprudência brasileira no período que antecedeu a Lei 6.404/1976, concluindo que, em virtude do caráter familiar das companhias, a minoria não usufruía de qualquer proteção efetiva, mesmo quando os textos legais eram a seu favor. Ressalta que o pesquisador não deve se influenciar pela falsa impressão de que a falta de decisões judiciais sobre o tema, evidenciaria a inexistência de abusos da maioria sobre a minoria.<sup>16</sup>

Destaca, ainda, a peculiaridade do mercado de capitais brasileiro, onde predominavam na época, sociedades estatais. Circunstância que produziu investidores

com um perfil diferenciado, eis que consideravam que não valia a pena litigar ou discutir com o Estado e se contentavam em aguardar dividendos futuros ou ao menos a valorização do empreendimento e o conseqüente aumento do valor da cotação das ações na Bolsa.

### 1.3 A Lei 6.404/1976

A Lei 6.404/1976 materializa obra de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. Como profundos conhecedores do mercado acionário brasileiro, caracterizado pela concentração familiar do controle, propuseram criar fórmulas que direcionassem a poupança popular para o mercado de risco e fortalecessem a negociação de papéis, fomentando o crescimento da empresa nacional.

A exposição de motivos que antecedeu a referida legislação esclarecia que: “o trabalho fora submetido a amplo exame por instituições de classe, estudiosos da matéria, tendo sido objeto de debates por período de mais de um ano, do que resultaram o aperfeiçoamento do texto original; que o projeto tinha por escopo criar estrutura jurídica para o fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, com a mobilização da poupança popular e seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial nacional. A proposta buscava criar sistema equilibrado entre deveres e responsabilidades dos controladores e direitos dos minoritários”.<sup>17</sup>

Não resta dúvida que, para a época, o modelo projetado por seus idealizadores, além de merecer elogios pela técnica empregada, constituiu um passo à frente no propósito de construir um arrojado mercado de ações.

Na ávida busca por implementação de um tipo societário que viabilizasse o incremento do mercado primário de ações no país, foi sugerida e legitimada pelo Con-

14. Ainda que João Eunápio Borges tenha destacado que, paradoxalmente, na prática, as ações preferenciais denotem uma “ação de categoria inferior, geralmente indesejável” (*Curso de Direito Comercial Terrestre*, v. II, 4ª ed., p. 431).

15. Ob. cit., p. 38.

16. Arnoldo Wald, “A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S/A”, in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, p. 222.

17. Cf. Rachel Sztajn, “Os projetos de alteração da Lei n. 6.404/1976”, *RDM* 107/183.

gresso Nacional, a modificação da estrutura do capital, para que, através da ampliação do limite de emissão de preferências para 2/3 do capital social, pudesse engajar e incentivar poupadores a investir na formação de capital de risco, exigido pelas grandes empresas, preservando, assim, o poder de decisão dos antigos acionistas.

A solução visualizada por Bulhões e Lamy teve como finalidade permitir a mobilização de recursos pelas sociedades sem afetar a estabilidade do poder. Considerou, outrossim, a existência potencial de minoritários desinteressados em assumir a gestão empresarial. Não se pode ignorar que nas companhias abertas identificam-se dois tipos de investidores, com perfis distintos: aqueles que comandam os destinos do negócio ou têm interesse direto no processo de formação da vontade social, entre os quais se destaca o acionista controlador, e aqueles que buscam, exclusivamente, os resultados econômicos e financeiros, a valorização e liquidez do investimento que realizaram.

Para que os primeiros possam influenciar nas deliberações sociais é imprescindível o direito de voto. Aos demais, as vantagens patrimoniais e financeiras são mais importantes do que as vantagens políticas, ficando o direito de voto em segundo plano.

A elevação da quantidade de emissão de preferências favorecia a dispersão de ações, sem que fosse ameaçada a hegemonia do grupo controlador. O objetivo era o de buscar uma forma de financiamento com uma remuneração aleatória, sem ocasionar interferência do acionista preferencialista na gestão da empresa.

As justificativas por mais nobres que sejam, não respaldam, todavia, a distorção provocada no exercício do poder de controle, possibilitando assegurar a administração da companhia para o detentor de pouco mais de 15% do capital.<sup>18</sup>

18. Aspecto que foi parcialmente sanado com a sanção da Lei 10.303/2001, cujo novo art. 15 res-

Apesar dos esforços empreendidos, muitas das expectativas de ampliar e incrementar o modelo econômico nacional, baseado em um mercado de valores mobiliários dinâmico, foram frustradas. Talvez não estivessem devidamente protegidos os direitos dos minoritários, diante de um mercado em que a previdência privada e os fundos de ações começam a ocupar um espaço que não havia sido regulamentado pela legislação vigente. Os conflitos, por sua vez, esbarram-se diante de um Judiciário inexperiente em prover soluções sobre o tema.

Um breve distanciamento histórico evidencia que, no Brasil, sempre preponderou um forte caráter de subvenção do mercado de capitais, seja mediante concessão de subsídios, criação de empresas estatais, abertura de crédito oficial, protecionismo e reserva de mercado. Fórmulas que criaram no brasileiro uma acomodação em relação aos efeitos nefastos do risco.

São inúmeras as medidas adotadas pelo Governo que denotam uma preocupação em estimular o mercado de capitais. A promulgação da Lei 4.728/1965 é um exemplo. Ao facultar a conversibilidade de debêntures em ações, a legislação possibilitou ao investidor iniciar seu relacionamento com a sociedade, mediante a aquisição de debêntures<sup>19</sup> ampliando as formas de capitalização da sociedade. Se fosse seduzido pelo desempenho do empreendimento, poderia optar por transformar o mon-

tabeleceu o limite de 50% do capital para ordinárias e preferenciais para as novas empresas, ainda que não deixe de ensinar a crítica de que melhor seria se tivesse abrangido as sociedades em funcionamento, conferindo-lhe prazo para adequação.

19. Debêntures correspondem a uma forma de empréstimo lançado pela sociedade anônima com o objetivo de obter recursos para financiar seus projetos. Diferentemente da ação, o detentor debenturista não participa do risco, uma vez que ao termo do prazo fixado na escritura de emissão de debêntures deverá resgatar o valor emprestado, acrescido do que houver sido pactuado. Ao serem conversíveis em ação, o investidor poderá permanecer na empresa como acionista, deixando de receber o valor mutuado e passando a partilhar dos riscos do negócio.

tante emprestado em ações. A companhia deixaria de devolver o valor recebido e o investidor passaria a participar do risco do negócio, tornando-se um acionista. A opção entre receber o valor correspondente ao mútuo ou o equivalente em ações é direito do titular, ao qual a companhia não pode impedir.<sup>20</sup>

No final da década de 60, o Governo apostou numa medida em que dividiria com o investidor os riscos, renunciando o recebimento de imposto de renda, desde que o contribuinte investisse em empresas predefinidas, a exemplo da SUDENE, SUDAM, EMBRAER etc. Concedeu, concomitantemente, benefícios às empresas arrecadadoras dos referidos tributos, criando o fundo de ações, conhecido como Fundo 157.

Tais medidas paliativas foram prejudicadas pelas incertezas da economia brasileira nas décadas que antecederam o Plano Real, dificultando aos investidores acompanhar a trajetória de seus recursos e provocando um desinteresse, bem como suscitando o questionamento quanto ao efetivo papel do Estado como participante do mercado de capitais.

Por sua vez, a abertura da economia brasileira, a partir de 1990, promoveu modificações significativas no perfil do investidor. Percebe-se o ingresso considerável de capital estrangeiro, através de empresas multinacionais interessadas em fixarem posição. Aumentam as fusões e incorporações. Neste mesmo período, os fundos de pensão se tornam mais fortes e o Estado abandona, mediante processo de privatização, sua posição de controlador.

#### 1.4 Alterações promovidas na Lei 6.404/1976

Ao longo de seus vinte e cinco anos de existência, a lei de sociedade por ações

sofreu pequenas reformas, que serão avaliadas a seguir:

*Lei 7.958*, de 20 de dezembro de 1989 — também conhecida como Lei Lobão, cujo *leit motif* foi a tentativa de aniquilar o direito de recesso ou retirada dos acionistas, conferiu nova redação ao *caput* do art. 137 e excluiu os incs. VI e VII do art. 136. Resultado que não foi alcançado em virtude de terem sido mantidos diversos outros dispositivos que respaldavam o mesmo direito. Interessante constatar que, apesar do erro de técnica legislativa em que incorreu, permaneceu em vigor até 1997, quando foi finalmente fulminada pela Lei 9.457/1997;

*Lei 8.021*, de 12 de abril de 1990 — extinguiu os títulos ao portador e endossáveis engendrando a revogação tácita de diversos dispositivos da Lei de Sociedades Anônimas;

*Lei 9.457*, de 5 de maio de 1997 — revogou a Lei Lobão e os arts. 254 e §§ 1º e 2º do art. 255, alterando inúmeros dispositivos da lei de sociedade por ações, bem como da Lei 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários. O texto proposto respaldou-se na constatação de que a legislação em vigor oneraria a reestruturação societária pretendida com as privatizações;<sup>21</sup>

*Lei 10.303*, de 31 de dezembro de 2001 — recentemente sancionada, resultou de negociações envolvendo três projetos de lei.<sup>22</sup> O Deputado Antonio Kandir foi no-

21. O Senador José Serra em parecer apresentado a Comissão de Assuntos Econômicos, em 3.4.1997, disse: "A legislação atual que regula as sociedades anônimas está claramente desatualizada, dificultando e gerando custos elevados nos processos de reorganização societária. Diante disso, o projeto efetua ajustes nas normas relativas à alienação de controle das companhias, ao direito de retirada e na sistemática de reembolso" (*apud* Francisco Antunes Maciel Mussnich, "Reflexões sobre o direito de recesso na Lei das Sociedades por Ações", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, p. 285).

22. Projeto 3.115, de 14.5.1997; 3.519, de 10.8.1997; e 1.000, de 25.5.1999.

20. Ver Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1997*, p. 458.

meado Relator, vinculando seu nome ao Projeto. Enquanto tramitava nas Casas Legislativas, a Professora Rachel Sztajn externou sua opinião, comentando que o Projeto, hoje Lei, se ocupou basicamente das companhias abertas, suscitando o questionamento quanto a se os acionistas que estivessem fora do mercado de valores mobiliários deveriam ser ignorados.<sup>23</sup>

## 2. Alterações introduzidas na Lei 6.404/1976 e os efeitos provocados nos direitos dos minoritários

Considerando o escopo do presente trabalho, delineado nas considerações iniciais, a avaliação das modificações legislativas inseridas no país desde a promulgação da Lei 6.404/1976 será restrita aos efeitos provocados em relação a alguns dos interesses e direitos dos minoritários.

Com este intuito é que a abordagem se fulcrará em modificações implementadas em relação ao direito de recesso, de alienação de controle e de fechamento do capital, suficientes a ilustrar os efeitos que a nova reforma incorpora ao crescimento do mercado nacional.

### 2.1 O direito de recesso

Apesar do direito de recesso ser considerado um direito essencial do acionista, que não pode ter seu exercício privado nem pelo estatuto nem pela assembleia geral, vem sendo objeto de freqüentes violações pelo legislador brasileiro.

Desde a promulgação da Lei 6.404, em 1976, em 3 (três) oportunidades distintas já se pretendeu fragilizar o direito de recesso dos minoritários, limitando as hipóteses de sua incidência, bem como reduzindo o valor do reembolso.

A primeira tentativa foi com a Lei 7.958/1989, conhecida como Lei Lobão,

que excluiu os incs. VI e VIII do art. 136 da Lei 6.404/1976. Seu propósito era o de "amputar" o direito de recesso nas hipóteses de incorporação, fusão e cisão da companhia e na participação em grupos de sociedades. O Judiciário, todavia, anulou os efeitos buscados com a mudança sancionada pelo Congresso Nacional, ao se posicionar em face de um caso concreto, entendendo que a referida lei não havia excluído o direito de recesso diante de cisão, pois havia mantido incólume o art. 230 do mesmo diploma, que trata especificamente da retirada nas operações de incorporação, fusão e cisão. No afã de violar o direito dos minoritários, o legislador descuidou-se, deixando de fazer uma revisão sistemática do conjunto de todos os artigos que tratavam da matéria.<sup>24</sup>

Em 1995, o instrumento alternativo adotado pelo Governo para rever a legislação societária foi a medida provisória.<sup>25</sup> O alvo, naquele momento, eram as instituições financeiras em dificuldades e o desejo de promover a criação de um ambiente propício para incorporações por instituições saudáveis. Sob o escudo de que seriam evitadas intervenções, protegido o sistema e defendidos os interesses dos investidores e depositantes, foi criado o PROER e suprimido o direito dos acionistas minoritários poderem se retirar do quadro acionário, nas hipóteses de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades.

24. O Professor Mauro Rodrigues Penteado ao examinar a inocuidade das modificações introduzidas com a Lei Lobão, assinala que por não ter o Congresso compulsado o texto completo, não percebeu que o mesmo direito era assegurado em cinco outros momentos que "não foram feridos pela lei recém-editada: o art. 225, I, art. 264, §§ 3º e 4º, e 230 (para a incorporação, fusão e cisão) e o art. 270, parágrafo único (para a constituição de grupos societários)" (A Lei 7.958/89 e a pretensa modificação do direito de recesso dos acionistas: uma discussão inócua", *RDM* 77/46).

25. A Medida Provisória 1.179, de novembro de 1995 instituiu o PROER — Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional.

23. Rachel Sztajn, ob. cit., p. 184.

Na verdade, os beneficiados foram os controladores de instituições financeiras, que se liberaram do encargo de pagar o valor do reembolso das ações dos minoritários dissidentes nas operações de reestruturação societária.

Em 1997, quando da promulgação da fatídica Lei 9.457, mais uma vez foi violentada a legislação societária e eliminado o direito de recesso nos casos de cisão. Naquela época, a justificativa era o Plano Nacional de Desestatização, promovendo a divisão da Telebrás em diversas empresas, para depois privatizá-las, sem ser necessário o pagamento do valor do reembolso aos eventuais dissidentes. De roldão, foram colocados todos os minoritários num mesmo cesto, prejudicando, inclusive, aqueles que não tinham nenhuma participação em sociedades envolvidas com o Programa.

A mencionada lei excluiu também o direito de recesso nas hipóteses de incorporação e fusão nas companhias em que as ações possuísem elevado nível de liquidez ou índices expressivos de dispersão no mercado. O fundamento para tal restrição consistia em que se fosse líquida a ação, o acionista poderia vendê-la no mercado, retirando-se da companhia, sem necessidade de obrigar sua aquisição pela companhia.

O raciocínio é correto, afinal, se a ação é plenamente negociável, não há razão para promover a descapitalização da sociedade, com todos os riscos patrimoniais decorrentes.<sup>26</sup> No entanto, percebe-se, claramente, que a reforma de 1997 visou dificultar o direito de recesso para facilitar as privatizações e reduzir os custos com processos de concentração empresarial.

Em 2001, a preocupação do legislador é assegurar a proteção aos minoritários, até porque já foram promovidas quase todas as privatizações, passando o Governo a fi-

gurar como minoritário em várias companhias. A Lei 10.303/2001 reduziu as situações em que poderá ser negado o direito de recesso aos dissidentes, restabelecendo-se, assim, o direito de recesso nas hipóteses de cisão, fusão ou incorporação da companhia em outra e, ainda, no caso de participação em grupo de sociedades, facultando-se ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso de suas ações, observados certos requisitos.

Na vigência da Lei 9.457/1997, o direito seria negado aos titulares de ações dotadas de liquidez ou dispersão no mercado. Agora, aprovada a fusão, incorporação ou participação em grupos de sociedades (art. 136, IV e V da Lei 6.404/1976) fica eliminado o direito de recesso apenas aos acionistas portadores de ações líquidas e dispersas. O critério de dispersão e liquidez não é mais alternativo, mas cumulativo.

Com o novo diploma, somente se em determinada espécie ou classe de ações for identificada a liquidez e dispersão é que poderá ser negado o direito de recesso. Gera uma diferença entre as ações, pois numa mesma companhia algumas classes ou espécies de ação podem ter o direito de recesso obstruído e outras não. Atribui também um conceito mais claro de liquidez. Percebe-se, assim, que a medida foi positiva, mas os destinatários não são apenas os investidores privados. O Estado, por ter mantido uma participação minoritária em muitas das sociedades privatizadas, pode também se beneficiar com a modificação implementada.

Como será muito difícil cumular os dois parâmetros, os dissidentes terão sua saída preservada nas hipóteses legais, acima referidas, resgatada a força do direito de recesso que, por ser um direito de caráter excepcional, deve assegurar uma proteção patrimonial aos acionistas minoritários, garantindo uma saída efetiva, transparente e clara para os acionistas que não possuem liquidez para suas ações.<sup>27</sup>

26. Ainda que o recesso seja um direito do acionista, não pode ser exercido ao seu bel prazer. Compete ao acionista dissidente demonstrar o prejuízo incorrido, como assinala Francisco Mussnich, *ob. cit.*, p. 285.

27. Francisco Antunes Maciel Mussnich, *ob. cit.*, p. 305.

## 2.2 Aquisição de controle<sup>28</sup> acionário

O art. 254-A reintroduz o instituto da oferta pública aos minoritários em bases menos vantajosas do que inicialmente previsto pela Lei 6.404/1976. Um cotejo histórico permite verificar que quando foi aprovada, em 1976, a legislação conferia tratamento igualitário aos minoritários na hipótese de alienação de controle de companhia aberta.

A redação que prevaleceu para o art. 254, quando da edição da Lei 6.404/1976, em virtude da aprovação da emenda do Senador Otto Lehman, que conferiu ao minoritário o direito de receber o mesmo preço pago ao controlador, no caso de alienação de controle — colocou o Brasil numa posição de vanguarda, em relação a vários países europeus.<sup>29</sup>

O fundamento jurídico para sua introdução em 1976 foi coibir abusos ocorridos em alienações de controle. A ausência de dispositivo neste sentido facilitou a prática de comportamentos iníquos e, em diversas ocasiões, o acionista controlador se apropriou de todo o sobrepreço que, em algumas circunstâncias, atingiu até dez vezes o valor de cotação da mesma ação em Bolsa de Valores, como indicam os registros em transferência de instituições financeiras.

Fábio Ulhoa Coelho assinala que, apesar da redação do dispositivo assegurar um

tratamento equitativo a todos os acionistas, inclusive aos titulares de ações sem voto, o Governo Geisel, ainda que não estivesse de acordo com o seu conteúdo, teria optado manter uma tradição de não vetar os projetos aprovados pelo Congresso. Fez uso, destarte, de um outro expediente para diminuir o alcance do dispositivo.<sup>30</sup>

Assim, inobstante inexistir restrição no tratamento igualitário a qualquer espécie de ação, a Resolução 401 do Conselho Monetário Nacional, editada no mesmo ano, regulamentou a matéria, dispondo que a oferta somente seria obrigatória para os titulares de ações com direito de voto. Apesar da oposição dos doutrinadores, o texto foi legitimado pela jurisprudência dominante.

Mesmo reduzida em sua amplitude, a benesse não prevaleceu por muito tempo. Em 1997, o dispositivo foi revogado pela Lei 9.457, retirando a obrigatoriedade legal de estender aos minoritários a proposta de preço pago ao controlador, quando da alienação de controle de sociedade listada. A explicação oferecida para a medida ressaltou a necessidade de reduzir os custos de aquisição para o adquirente, que ao invés de serem utilizados na capitalização da empresa, estariam sendo gastos no pagamento de ações dos minoritários.

Não pode ser olvidado que o Brasil estava vivenciando a fase das privatizações e que a medida muito beneficiaria a União que, ao alienar seu controle, não teria de dividir com os minoritários o sobrepreço das ações vendidas. O interesse do Governo de preservar para si todo o prêmio do controle, elevando o preço do negócio, ensejou outra perda para os minoritários: em muitos editais de licitação prévia para o processo de privatização não foi incluída a exigência de manter a sociedade registrada em Bolsa de Valores, após a conclusão do processo.

30. Fábio Ulhoa Coelho, "O direito de saída conjunta (*tag along*)", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controversas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, p. 476.

28. Interessante considerar a distinção entre quatro categorias de controle a que se refere H. S. Cilliers e M. L. Benade quando apresenta a distinção em graus de efetividade: "They are — (a) complete control, which entitles the holder thereof to exercise all the voting rights at company meetings; (b) majority control which entitles him to exercise more than 50% of the voting rights; (c) minority control, which means that the controller exercises sufficient voting rights, though less than the majority, to place him in de facto control of the company; (d) management control or control of the proxy voting machinery, which is usually coupled to minority control, enabling the controller to control the company by soliciting proxy votes, particularly where the shares of the company are widely held (Weinberg and Blank Take-overs ans Mergers 14-15)" (in *Corporate Law*, 2<sup>a</sup> ed.).

29. Cf. ressaltou Arnoldo Wald, ob. cit., p. 223.

Assim, muitos dos adquirentes, ao se apoderarem do controle, recorriam ao mercado, elevando sua participação e retirando, paulatinamente, a liquidez das ações. Em seguida, forçavam os minoritários a se desfazerem de seus títulos por preço vil, promovendo o fechamento do capital.

A alteração promovida em 1997 dispensa maior investigação para se inferir que os resultados foram prejudiciais aos minoritários, gerando abusos tanto por não poderem partilhar o valor do prêmio, como por se defrontarem com a prática de fechamento de capital após a aquisição do controle, quando os controladores, uma vez obtida uma quantidade significativa de ações, impediam a liquidez das demais, forçando os minoritários a aceitar qualquer valor.

Outro abuso freqüente foi a compra de lotes de ações a preços diferenciados, favorecendo alguns acionistas em detrimento de outros. Com o intuito de mitigar os prejuízos enfrentados pelos minoritários com a revogação do art. 254 da multicitada Lei 6.404/1976, a CVM baixou a Instrução 299/1999 que instituía uma nova modalidade de oferta pública quando o acionista controlador aumentasse sua participação acionária. O objetivo era obstaculizar a aquisição de quantidade significativa de ações, reduzindo sua liquidez, de modo a prejudicar os minoritários. Evitava-se, outrossim, procedimento discriminatório em relação aos acionistas, pagando valores diferenciados pela mesma ação, posto que o controlador estaria obrigado a fazer oferta pública toda vez que elevasse sua participação em 10% ou mais de ações de cada espécie ou classe, que deveria ser destinada aos titulares de ações da mesma espécie ou classe. A Instrução Normativa obrigava ainda a comunicação ao público, à CVM e às Bolsas, se configurada alienação do controle, o que visava assegurar a transparência da operação.

Quando da emissão da referida Instrução Normativa, Tatiana Nenova, ao analisar o Direito brasileiro, manifestou seu pon-

to de vista, concluindo que o valor do controle é diretamente afetado por mudanças na proteção aos acionistas minoritários. Modificações que, em sua opinião, tiveram efeitos mais significativos sobre o valor do controle do que, propriamente, a situação econômica do final da década de 90. Verificou que, quando da edição da Lei 9.457/1997, que reduziu a proteção dos minoritários, o valor do controle foi elevado e que, após a IN 299/1999, que restabeleceu garantias aos minoritários, o referido controle teve seu valor diminuído ao nível anterior à Lei de 1997.<sup>31</sup>

Modesto Carvalhosa frisa, em seus recém-lançados comentários, que a tendência adotada pelo Brasil em 1997 refletiu comportamento diametralmente oposto ao inserido na legislação comunitária, cuja 13ª Diretiva, aprovada em sua versão de 1996/1997, introduzia a necessidade dos Estados-membros adequarem sua legislação, obrigando o lançamento de oferta pública que respeite o princípio do tratamento igualitário em casos de aquisição de controle.<sup>32</sup>

Não resta dúvida de que, em face dos prejuízos sofridos pelos minoritários, a confiança e credibilidade do mercado nacional ficaram enfraquecidas.

Quando das discussões sobre os projetos que acabaram gerando a Lei 10.303/2001, a CVM posicionou-se em favor do resgate da oferta pública com tratamento

31. Conclusão que coincide com o pensamento externado por Raphael La Porta e outros no *Working Paper* 7.428, "Investor protection: origins, consequences, reform", p. 9, quando dizem: "At the most basic level, when investor rights are poorly protected and expropriation is feasible on a substantial scale, control acquires enormous value because it gives the insiders the opportunity to expropriate relatively efficiently". Verificaram, outrossim, que países com fraca proteção a investidores exibem um controle mais concentrado do que países com efetiva proteção, após analisarem uma pesquisa realizada em diversos países: "The data show clearly that countries with poor investor protection typically exhibit more concentrated control of firms than do countries with good investor protection" (p. 15).

32. Obra escrita em colaboração com Nelson Eizirik, *A nova Lei das S/A*, p. 387.

igualitário dos acionistas, alegando que a prática espelhava a boa governança corporativa e que por amparar os minoritários, estimulava e incentivava o investimento no mercado de capitais, inclusive por parte de estrangeiros. O Projeto Kapaz, de Reforma da Lei de S/A, pregava tal modificação; prevaleceu, no entanto, o Projeto Kandir, que assegurava 80% do preço pago pelo controlador aos minoritários.

Como dito, o novo art. 254-A da Lei de S/A, que trata da alienação direta ou indireta do controle da companhia aberta, impõe que o adquirente faça oferta pública de aquisição de ações com direito a voto, de propriedade dos demais acionistas da companhia, assegurando-lhes um preço mínimo igual a 80% do valor pago por ação com direito a voto que integre o bloco de controle.

Os argumentos em prol do Projeto Kandir sustentavam que o ágio pago pelo controle justifica-se em virtude dos deveres assumidos pelo controlador, que além de conduzir o empreendimento com sucesso, possui responsabilidades diferenciadas. Fábio Ulhoa Coelho constata que, efetivamente, o mercado atribui um valor à gama de poderes dos controladores, questionando, contudo, que é muito complexa a medida da sobrevalorização, uma vez que nem sempre é possível aferir como foram computados os poderes do controlador e a perspectiva de rentabilidade da empresa<sup>33</sup> na quantificação do preço de alienação de controle.

A Lei 10.303/2001 não só deixou de restaurar o princípio do tratamento igualitário, como legitimou o princípio do valor diferenciado de ações da mesma espécie, ou seja de que são mais valiosas as ações

ordinárias que integrem o bloco de controle do que as detidas pelos minoritários.

A possibilidade de *tag along* dos minoritários, reincorporada ao ordenamento nacional com a redação dada pela Lei 10.303/2001, coloca o Brasil em igualdade de condições com a maioria dos sistemas jurídicos. Ainda que não resgate a regra salutar, inicialmente concedida e que teve como inspirador o Direito norte-americano, não deixa de representar um critério de socialização do prêmio do controle.

Enquanto isto na União Européia se discute uma nova proposta sobre alienação de controle com o objetivo de atingir um consenso e gerar uma Diretiva definitiva, já que o texto da 13ª Diretiva, apesar de ter provocado inúmeras discussões, revisões e debates não logrou ser aprovado. Sem se deter na fixação de qualquer índice, a nova proposta incluiu no art. 5º a exigência de que os adquirentes numa situação de *take-over bid* ofereçam um preço equitativo (*equitable price*). O texto da proposta da Diretiva, que é fruto do trabalho de um Grupo de *Experts*,<sup>34</sup> foi recentemente publicado e, externando uma preocupação com a situação dos empregados, elenca entre os requerimentos que a oferta deve conter, a necessidade do ofertante declarar suas intenções em relação a continuação do negócio e as modificações que repercutirão nas relações empregatícias.<sup>35</sup>

34. Em setembro de 2001 foi criado o *High Level Group of Company Law Experts*, com o objetivo de prover um parecer independente sobre assuntos relacionados com aquisição de controle e sobre pontos prioritários na modernização do direito empresarial na União Européia, tendo apresentado em 10.1.2002 um relatório final, que se encontra disponível no site <<http://europa.eu.int>>.

35. O art. 6, item 3 diz: "Those rules shall require that the offer document state at least: h) the offeror's intentions with regard to the continuation of the business of the offeree company and, so far as affected by the bid, of the offeror company, and with regard to the continued employment of their employees and their management, including any material change in the conditions of employment. This relates in particular to the offeror's strategic planning

33. Fábio Ulhoa Coelho aduz que o controlador "além de participar dos resultados da empresa como a generalidade dos acionistas (LSA, art. 109, I), tem o poder de eleger administradores, definir a remuneração deles, fixar a orientação última dos negócios, alterar a estrutura jurídica da sociedade, influir no seu planejamento estratégico, etc." (ob. cit., p. 473).

Noutro aspecto, a recente legislação inova ao prever no § 4º do art. 254-A, a possibilidade de o ofertante conceder um prêmio ao minoritário que permanecer no quadro acionário. A diferença entre o preço do papel no mercado e o *plus* pago ao controlador não deixam de simbolizar uma motivação para que o investidor minoritário não se retire da companhia. Até porque, o recebimento do prêmio não engendra qualquer restrição no direito de alienar sua participação a terceiros a qualquer instante.

Interessante registrar que, numa interpretação inusitada do referido dispositivo, Luiz Cantidiano sugere que a faculdade não seria dos minoritários e sim do adquirente do controle acionário da companhia aberta, que teria a possibilidade “por decisão unilateral sua, ao invés de apresentar oferta pública de compra das ações ordinárias que são detidas pelos acionistas minoritários, para estender aos referidos acionistas, 80% do preço que tiver sido pelas ações integrantes do bloco de controle, possa se limitar a estender aos minoritários o pagamento do prêmio de controle”.<sup>36</sup> De acordo com a exegese proposta, a oferta pública deixaria de ser uma obrigação, eis que poderia ser substituída pela concessão de prêmio ao minoritário. Faculdade que não parece se coadunar com a intenção do legislador ou com a literalidade do dispositivo legal.

### 2.3 O fechamento do capital de sociedade anônima

Outro aspecto que suscita uma reflexão mais detida das mudanças engendradas com a Lei 10.303/2001 concerne ao fechamento do capital da companhia aberta. Não cabe a CVM julgar o mérito ou oportunidade da decisão empresarial de abrir ou fechar o capital, competindo-lhe apenas a fixação de normas regulamenta-

res, estabelecendo o procedimento a ser adotado, de forma a garantir a ampla divulgação e transparência das informações prestadas.

Para os empresários, os motivos que respaldam ou que incentivam a abertura do capital estão diretamente relacionados à perspectiva de obter financiamento para seus projetos com recursos em tese mais baratos do que os reunidos com empréstimos diligenciados perante instituições financeiras. Se os custos de manutenção da condição de aberta não compensam o acesso ao mercado de capitais, pode se deliberar pelo cancelamento do registro e conseqüente fechamento do capital. Com efeito, uma companhia aberta necessita contratar empresa de auditoria independente, publicar todas suas atas, fatos relevantes e demonstrações financeiras, manter departamento de acionistas e ainda arcar com as taxas de fiscalização da CVM e taxas de anuidade das Bolsas de Valores.

Para os acionistas a principal vantagem da manutenção da companhia como aberta é a liquidez dos seus valores mobiliários. Na verdade, é a perspectiva de livre negociabilidade de seus títulos que induz investidores a adquirir ações no mercado, razão porque as normas que dispõem sobre o cancelamento do registro e divulgação de informações são fundamentais para tranquilizar o acionista de que seu investimento não estará submetido a decisão discricionária dos administradores, sem que lhe seja conferido o direito de se desfazer das ações.

Uma peculiaridade do mercado brasileiro e que pode ter influenciado no fechamento do capital de muitas companhias nos últimos anos é que uma grande parcela dos investidores estrangeiros, que adquiriram o controle de empresas nacionais, optaram por fechar o seu capital, uma vez que as controladoras já são abertas em seu país de origem, não justificando a manutenção de suas subsidiárias no mercado de capitais. Outras teriam optado pelo fechamento reaciosas da reforma, que finalmente foi compreendida pela Lei 10.303/2001, e das res-

for those companies and the likely impact on jobs and locations”.

<sup>36</sup> Cf. Luiz Leonardo Cantidiano, *Reforma da Lei das S/A Comentada*, p. 248.

trições que seriam impostas, tornando mais difícil e oneroso o fechamento.

A Lei 10.303/1976 confere o *status* legal às normas regulamentares, que fixavam os procedimentos exigidos para a realização da operação de fechamento de capital, previamente expedidas pela CVM, no uso de suas atribuições e competência assegurada pelo art. 21 da Lei 6.385/1976.

Para prover proteção efetiva aos acionistas minoritários é necessário que as normas que disciplinem o cancelamento do registro garantam a opção de venda das ações por preço conveniente ou assegurem mecanismos a uma minoria substancial de poder para impedir o fechamento do capital.

O § 4º do art. 4º da Lei 6.404/1976, acrescentado pela Lei 10.303/2001, obriga para o cancelamento que o preço ofertado seja justo. A IN 361/2002 não modifica o princípio de que a CVM não deve avaliar o mérito do preço ofertado, mas restringe-se a assegurar apenas que todas as informações necessárias e todos os requisitos legais sejam respeitados, permitindo aos minoritários aquilatar a decisão de vender ou não suas ações.

Consoante asseverado, o registro da oferta pública na CVM não induz aprovação dos valores conferidos ou do laudo. É ao investidor que cabe examinar as informações e fazer seu juízo de valor. A lei refere-se a preço justo, o que enseja dificuldades de interpretação em virtude do caráter subjetivo do texto. O art. 4º, § 4º da Lei de S/A enumerou vários critérios para fixação do preço que podem ser usados isoladamente ou cumulativamente para avaliação da companhia e suas ações, fundamentando e respaldando a opção proposta.

Assim, o legislador atual não estabeleceu um critério único, relacionando diversos parâmetros que podem ser adotados quando da fixação do preço, concedendo a CVM a faculdade de aceitar a utilização de outro critério.

O art. 4º-A introduzido à Lei de S/A pela Lei 10.303/2001 confere aos minori-

tários o poder de revisão, porém a novidade introduzida dificilmente atingirá a expectativa desejada. Não só atribui aos minoritários que requerem a nova avaliação e que votarem a favor, o encargo de arcar com as despesas incorridas, se o novo valor apurado for inferior ou igual ao da oferta, como permite a possibilidade de serem emitidos laudos contraditórios, o que ensejará com certeza incontáveis contestações inclusive na esfera judicial. Modesto Carvalhosa enxerga na medida a influência da CVM e seu desejo de criar empecilhos para obstaculizar o fechamento de capital das sociedades.<sup>37</sup>

A introdução do § 6º do art. 4º da Lei das S/A merece aplausos em seu objetivo de inibir que o acionista controlador elimine a liquidez das ações de emissão de sua controlada no mercado, em detrimento dos minoritários, ou seja, visou-se reduzir a prática do “fechamento branco” do capital.

O legislador conferiu a CVM a autoridade para definir a porcentagem de aquisições que caracterize a falta de liquidez, obrigando o controlador a formular oferta pública para aquisição da totalidade de ações em circulação no mercado se atingido o referido nível. A CVM regulamentou o dispositivo na Instrução Normativa 361/2002, considerando que caberá a realização de uma Oferta Pública de Aquisição (OPA) sempre que sejam adquiridas ações que representem mais de 1/3 do total das ações de cada espécie ou classe em circulação, conforme previsto no art. 26, estipulando ainda outras circunstâncias que podem restringir a liquidez das ações. O percentual é fixado em relação ao número de ações em circulação e não com base no total de ações emitidas.

A CVM apresentou, no art. 28 da aludida IN, opção alternativa à realização de OPA, para a hipótese de o controlador adquirir ações em quantidade prevista como configuradora da falta de liquidez. O obje-

37. Carvalhosa, ob. cit., p. 52.

tivo é afastar os efeitos nefastos da oferta — o conseqüente fechamento do capital. Neste caso, o controlador deverá se comprometer a alienar o excesso de participação no prazo de até 3 (três) meses, definindo regras que devem ser observadas, destacando-se, entre elas, que os adquirentes não poderão ser pessoas vinculadas ao controlador ou que atuem em conjunto com ele ou pessoas a ele vinculadas e que o controlador estará também impedido de se utilizar do mesmo mecanismo no prazo de dois anos.

O fechamento branco, que tem sido freqüente principalmente nas sociedades que foram objeto de privatização, deve ser duramente combatido, bem como todos os subterfúgios e mecanismos usados para minar o valor dos títulos dos minoritários até atingir preços irrisórios.

### 3. Efeitos provocados no mercado de capitais

#### 3.1 Um cotejo com sistemas da "common law"

Pesquisas demonstram que a extensão da proteção legal a investidores num país é um importante aspecto no desenvolvimento de seu mercado de capitais. O resultado do estudo desenvolvido por Raphael La Porta e outros indica que a proteção do investidor é fundamental para o desempenho do mercado, pois quando os direitos são amplos e bem aplicados pelos órgãos reguladores e pelos tribunais, os investidores se sentem dispostos a financiar projetos, participando das companhias.<sup>38</sup>

Assinalam que, nos países onde a apropriação dos minoritários e dos credores pelos controladores é extensiva, os investidores externos correm o risco, e quase certeza, de que o retorno de seus investimentos não se materializará, uma vez que serão

retidos pelos controladores e administradores (considerados *insiders*).

Interessante realçar que a pesquisa constata que, além da legislação, os investidores são protegidos por regulamentos editados por agências governamentais e bolsas de valores, cujas regras mais importantes concernem a divulgação e contabilidade, garantindo o conhecimento de informações indispensáveis ao exercício do direito dos investidores. Salientam que a ênfase em regras legais e regulações protegendo investidores representa uma mudança radical na perspectiva tradicional de *law and economics*.<sup>39</sup>

Discute-se também a relevância da participação dos tribunais, concluindo que os países da *common law* oferecem melhor segurança aos minoritários do que os países da *civil law*.<sup>40</sup> Justificam que a filosofia do Judiciário dos países da *common law* confere ao juiz mais liberdade na interpretação de princípios jurídicos autorizando a proibição de métodos de expropriação de minoritários. Alternativamente, os países da *common law* resguardam mais seus minoritários, porque os controladores têm menos influência política.

Para tentar responder porque a *common law* seria mais protetora de investidores do que o sistema da *civil law*, os pesquisadores lançam duas explicações, que são interessantes abordar: a judicial, cujo lastro estaria nas diferenças de filosofia usada na organização do sistema legal, e a política, que se baseia na história política.

Nos sistemas da *common law*, as regras são elaboradas pelos juízes, baseadas em precedentes e inspiradas em princípios gerais. Além disso, percebe-se que os juízes tendem a privilegiar os investidores externos e não os *insiders*. Em contraste, nos sistemas da *civil law*, compete ao Legislativo a criação de regras e os juízes estão mais presos a exata letra da lei.

38. Raphael La Porta e outros no *Working Paper* 7.428, "Investor protection: origins, consequences, reform", p. 3.

39. *Working Paper* 7.428, p. 6.

40. *Paper* 7.403, p. 19 e *Paper* 7.428, p. 9.

É preciso complementar o raciocínio com uma análise política e histórica do papel das cortes judiciais. Os autores afirmam que, o sistema da *common law* se tornou mais protetor dos investidores do que o da *civil law*, pois no século XVII (alguns acham que antes), na Inglaterra, a coroa perdeu parcial controle sobre os tribunais, que passaram a ser influenciados pelo Parlamento e pelos proprietários que o dominavam. Como conseqüência, a *common law* evoluiu para proteger a propriedade privada contra a coroa, que com o tempo foi estendida aos investidores.

Na França e na Alemanha, os Parla-mentos nunca dominaram os reis e o Estado dominava as cortes e os proprietários. Os códigos comerciais somente foram adotados no século XIX permitindo ao Estado melhor regular a atividade econômica. Com a evolução da lei, a dominação do Estado alterou-se para uma concepção mais política da corporação, reduzindo os direitos dos investidores que negociavam com as famílias politicamente conectadas e que controlavam as sociedades. Verifica-se, assim, que os tribunais nos sistemas do *civil law* são mais dependentes do Estado, diferentemente da Inglaterra e menos tendenciosos a tomar o lado dos investidores em disputas com o governo ou com empresas mais próximas dele.

Os potenciais acionistas e credores tendem a financiar firmas onde seus direitos sejam legalmente garantidos, não só pela legislação como pela sua aplicação. Mesmo entre países que possuam um sistema judicial bem organizado, aqueles em que as leis e regulamentações sejam mais protetoras têm um melhor mercado de capitais.

Como resultado de sua pesquisa, os autores sugerem que o Estado precisa assegurar proteção aos investidores e que a reforma de governança corporativa deve se sobrepor a oposição dos interessados em manter o *status quo*. Argumentam ainda que deixar o mercado financeiro sozinho não é um bom método de encorajá-lo.

### 3.2 Perspectivas para o mercado de capitais brasileiro

O Governo parece não se dar conta dos efeitos nefastos de cada modificação legislativa, principalmente quando são usadas como instrumento de política governamental. Uma breve análise das alterações perpetradas sobre o direito de recesso do acionista, ou no particular da alienação de controle, evidencia que todas as reformas introduzidas nas últimas décadas tinham como destinatário final as políticas governamentais, seja para apoiar os interesses do Estado, durante a fase de privatizações, seja agora como minoritário, em que pretende fortalecer o mercado, elevando o valor de suas participações.

É certo que o perfil do mercado brasileiro se modificou muito em decorrência das privatizações perpetradas, e que a reforma implementada com a Lei 10.303/2001 aparenta resgatar uma segurança para o mercado. Não deixa de ser um avanço positivo a faculdade dos preferencialistas e minoritários elegerem e destituírem um membro cada um para o Conselho de Administração, desde que observado o percentual mínimo de 10 e 15% respectivamente, ou a reintrodução do art. 254-A.

Contudo, o mercado torna-se cético e seu restabelecimento demandará tempo para se convencer de que pode se sentir seguro, sujeito apenas ao risco inerente aos negócios. Frequentes alterações legislativas aniquilam não só a efetiva tutela dos minoritários, como criam um ambiente de incertezas para operações empresariais, impossibilitando a compreensão do alcance, objetivos e a construção de uma jurisprudência consistente sobre os direitos conferidos aos acionistas, seja minoritário, seja controlador.

A quantidade de sociedades abertas está diminuindo, cancelando seu registro ou simplesmente fechando o capital de fato. O ingresso de novas companhias é insignificante e monitora-se a migração de grandes

empresas para os pregões dos EUA, através das *American Depositary Receipts*.<sup>41</sup>

Neste ambiente de desânimo, a Bolsa de Valores de São Paulo lança um plano audacioso com regras próprias preparando o estabelecimento de um Novo Mercado. O projeto da Bolsa de Valores de São Paulo corporifica medida concreta de solidificação das diretrizes que devem nortear a atuação dos investidores, reunindo empresas interessadas em conferir um tratamento favorecido aos minoritários. Companhias desejosas de participar de um mercado regulado por medidas que priorizem a ética, o *full disclosure* e o respeito aos minoritários em padrões superior aos concedidos pela própria lei. Está fazendo sua parte.

Sua postura pró-ativa adequa-se à tendência de dar ênfase a regulações por agências regulamentadoras protegendo investidores, conforme ressaltado por La Porta e outros. Por sua vez, coincide com a conclusão obtida por Brian Cheffins, quando analisando o mercado de capitais no Reino Unido, apontou a enorme influência que a Bolsa de Valores de Londres teve como instrumento de construção de um significativo mercado mobiliário a partir da década de 50.<sup>42</sup>

41. Petrobrás, Embraer, Vale, Sadia, Ambev são algumas das sociedades anônimas que optaram por ter títulos em circulação no mercado norte-americano mediante a emissão de ADR (Carlos Henrique Abrão, "Direito das minorias", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, p. 250).

42. Cheffins advoga em seu texto que a experiência do mercado mobiliário no Reino Unido sugere que não seria indispensável uma legislação específica para assegurar o desenvolvimento de um mercado forte, assinalando a importância que as instituições alternativas podem ter a exemplo da Bolsa de Valores de Londres. Num posicionamento audacioso conclui que: "In the United Kingdom, the legal system made, at best, a secondary contribution to the development of the country's outsider/arm's-length system of ownership and control. The British experience therefore puts those who argue that the law has a pivotal influence on the development of strong securities markets under an onus to refine their analysis" ("Does law matter? The separation of ownership and con-

Ainda que dificilmente possam ser transportadas as circunstâncias britânicas para o Brasil, até porque é um dos países que adota o sistema da *common law*, não deve ser desprezada a participação que a *London Stock Exchange* teve no crescimento do mercado de capitais daquele país.

Quem parece que se afastou de suas incumbências foi o Governo, como é fácil concluir mediante uma simples análise do seu comportamento e sua atuação como promotor de mudanças legislativas, desde o início do século.

A presença significativa de empresas controladas pelo Estado no mercado de capitais brasileiro, sem dúvida, deve ter contribuído não só para uma acomodação por parte do acionista investidor, como a ausência de risco do negócio, afastando o caráter especulativo do objeto da companhia, dificultando a possibilidade de quebra do empreendimento.

Afinal, não se questiona que adquirir ações é investir em risco. A álea é inerente ao negócio. Não se espera que o Governo possa garantir o retorno do investimento ou ao menos a recuperação do capital investido, como ocorre com a poupança, em que o Governo garante mesmo que a instituição financeira não honre seu compromisso. O que não se aceita é a intromissão na esfera legislativa a cada momento em que a lei em vigor não atenda aos interesses circunstanciais do Estado.

#### 4. Considerações finais

O ambiente econômico, social e político da década de 70, quando foi instituída a Lei 6.404/1976, difere em muito do ambiente de hoje em que se constata facilmente a plenitude democrática, a redução do papel do Estado na economia, a acirrada competição nacional e internacional entre as empresas, a evolução tecnológica acelerada, o direito dos consumidores, a mudança

trol in the United Kingdom", *The Journal of Legal Studies*, v. XXX (2), p. 484.

do perfil dos investidores em ação e o intenso fluxo de capitais entre os países.

O país precisa crescer. Ao mesmo tempo não dispõe mais dos subsídios e incentivos fáceis do Governo para financiar suas atividades e programas de investimento.

Soa irrefutável que “as leis mercantis, sobretudo numa realidade em transformação, como é a do mundo moderno e especialmente a do Brasil, não podem pretender a perenidade, têm necessariamente vida curta, e o legislador deverá estar atento a essa circunstância, para não impedir o aperfeiçoamento, nem deixar em vigor as partes legislativas ressecadas pelo desuso (...)”.<sup>43</sup>

Contudo, é inaceitável que a lei seja usada como instrumento para legitimar casuísmos e interesses unilaterais, que nem sempre refletem as necessidades da Nação, razão porque permanece atual a constatação de Trajano de Miranda Valverde: “Precisamos de medidas que defendam a economia nacional, e não de leis que impeçam o seu desenvolvimento”.<sup>44</sup>

Só o tempo poderá confirmar se as medidas propostas Novo Mercado, lançado pela Bolsa de Valores de São Paulo, são suficientes a resgatar a confiança do investidor, que constitui elemento básico e indispensável na tentativa de soerguer o mercado de valores mobiliários, desenvolvendo um espírito de risco no brasileiro e se tais atitudes atendem aos reclamos de um mercado livre.

Por mais que este seja um desejo unânime, não parece ser tão simples fazer ecoar o pensamento positivo de Arnaldo Wald quando alude a “sociedade de confiança que pretende ser a do século XXI, na qual conseguimos conciliar o capitalismo econô-

mico e a democracia política, a eficiência econômica e os valores sociais, jurídicos e éticos”.<sup>45</sup>

### 5. Bibliografia

- ABRÃO, Carlos Henrique. “Direito das Minorias”, in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 249.
- BORGES, João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*, v. II, 4ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1969.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da Lei das S/A Comentada*, Rio de Janeiro, Renovar, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*, São Paulo, Saraiva, 1997.
- \_\_\_\_\_, e EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 2002.
- CHEFFINS, Brian R. “Does law matter? The separation of ownership and control in the United Kingdom”, *The Journal of Legal Studies*, v. XXX (2), The University of Chicago Law School, junho 2001, p. 459.
- CILLIERS, H. S. e BENADE. M. L. *Corporate Law*, 2ª ed., Butterworths, Durban, 1992.
- FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, v. IV, São Paulo, Saraiva, 1961.
- LACERDA, J. C. Sampaio de. *Noções Fundamentais das Sociedades Anônimas*, Rio de Janeiro, Ed. Nacional de Direito, 1956.
- LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S/A*, Rio de Janeiro, Renovar, 1992.
- LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. “Investor protection: origins, consequences, reform”, *Working Paper 7.428*, dezembro 1999, National Bureau of Economic Research, publicado no site <[www.nber.org/papers/w7428](http://www.nber.org/papers/w7428)>.

43. Estas foram as premissas que orientaram o Projeto traduzido na Lei 6.404/1976 e que está assim expressa na Mensagem 204/1976, mediante a qual o Poder Executivo submeteu ao Congresso Nacional o documento (*apud* Mauro Rodrigues Penteadó, “20 anos da promulgação da Lei de S/A: anteprojetos e projeto visando sua reforma”, *RDM* 105/84).

44. Ob. cit., p. 64.

45. Wald, ob. cit., p. 241.

- \_\_\_\_\_. "Investor protection and corporate valuation", *Working Paper 7.403*, outubro 1999, National Bureau of Economic Research, publicado no site <www.nber.org/papers/w7403>.
- MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. "Reflexões sobre o direito de recesso na Lei das Sociedades por Ações", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 285.
- NENOVA, Tatiana. *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*, World Bank draft 9.25.2001, <www.ssrn.com>.
- PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Silva. *Sociedade por Ações*, 1<sup>o</sup> v., São Paulo, Saraiva, 1972.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. "20 anos da promulgação da Lei de S/A: anteprojetos e projeto visando sua reforma", *RDM 105/84*.
- \_\_\_\_\_. "Ações preferenciais", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 183.
- \_\_\_\_\_. "A Lei 7.958/89 e a pretensão modificação do direito de recesso dos acionistas: uma discussão inócua", *RDM 77/29*.
- RODIÈRE, René e HOUIN, Roger. *Droit Commercial*, t. 1, 6<sup>a</sup> ed., Précis Dalloz, 1970.
- SZTAJN, Rachel. "Os projetos de alteração da Lei 6.404/1976", *RDM 107/183*.
- VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por Ações*, v. 1, 3<sup>a</sup> ed. rev. e atual., Rio de Janeiro, Forense, 1959.
- WALD, Arnaldo. "A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S/A", in *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31.10.2001*, coord. Jorge Lobo, Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 219.