Atualidades

OS PROJETOS DE ALTERAÇÃO DA LEI N. 6.404/76*

RACHEL SZTAJN

Há 20 anos foi editada a lei das sociedades por ações, que introduziu profundas modificações na legislação anterior, Dec.-lei n. 2.627/40.

A exposição de motivos que acompanhava a lei explicava 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 resultara 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. A proposta buscava criar sistema equilibrado entre deveres e responsabilidades dos controladores e direitos dos minoritários.

Além disso o projeto teve o mérito de não apenas reconhecer o controle societário e tratar de sua disciplina, de introduzir a disciplina dos grupos de sociedades no direito brasileiro, mas também de trazer para o sistema jurídico nacional as ações sem valor nominal, dar maior destaque às debêntures, reconhecer os acordos de acionistas como forma lícita

de manifestação da autonomia privada, enfim, compatibilizar a lei com as profundas alterações econômicas experimentadas na época.

Sem dúvida que a nova lei teve grandes méritos, mas, como qualquer texto inovador e que se destina a regrar atividade mercantil muito dinâmica, não se imaginava, em 1976, que o texto fosse perfeito e acabado, que não pudesse sofrer alterações e ajustes para melhor atender ao fim visado, carrear a poupança popular, voluntariamente, para atividades de risco, para a empresa nacional. Melhor teria sido se se tivesse em mente a empresa privada nacional. Das inovações previstas em 1976 algumas tiveram enorme sucesso.

Lembro-me de que em 1975, no curso de pós-graduação, tendo como Professor Mauro Brandão Lopes, discutiu-se o ante-projeto. Alguns dos colegas mostraram sua descrença quanto à disciplina das ações sem valor nominal, inovação da qual hoje ninguém mais discute a utilidade. Ainda pairam dúvidas em alguns quando se pensa na existência em uma mesma companhia de ações com e sem valor nominal, mas estas aparecem em volume impressionante na prática.

A lei entrou em vigor em janeiro de 1977 e desde então vem sendo alvo de críticas e propostas de mudança. As mais novas são as que tramitam no Congresso Nacional, que podem ser tomadas em sua unidade no relatório do Deputado Hauly, que

^{*} Exposição proferida pela autora no "Ciclo de Conferências pelos 20 anos da Lei das Sociedades por Ações", promovido pelo Instituto Brasileiro de Direito Comercial Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli, em conjunto com o Instituto dos Advogados de São Paulo e sob os auspícios da Associação Comercial de São Paulo.

se baseou na proposta do Ministro do Planejamento, Antônio Kandir.

Mas, se o texto em vigor teve como mentores ministros, juristas e economistas e que se destinava a fomentar o crescimento da "empresa nacional", com democratização do capital, abandonando o modelo da empresa familiar, tendo como paradigmas as companhias abertas do direito norte-americano e os grupos do direito alemão, o projeto atual, segundo a exposição de motivos que acompanha o substitutivo, foi concebido pelo então deputado Kandir, promovendo-se "reuniões com autoridades e entidades ligadas ao mercado de valores mobiliários, coletando subsídios para fundamentar o relatório a ser de submetido à Comissão da Câmara dos Deputados". A profunda diferença entre os debatedores e propositores da mudança salta aos olhos.

Padece o projeto, como se percebe, de viés claro e inaceitável para o estudioso do direito, pois vem recheado de regras propostas por autoridades e entidades ligadas ao mercado de valores mobiliários. Aqui a primeira questão: a Lei n. 6.404/76 abrange todas as companhias, abertas ou fechadas, apresentando regras específicas e cogentes para as primeiras, que podem ser adotadas pelas últimas. O substitutivo em discussão se ocupa, ao que parece, apenas das companhias abertas. Será que fora do mercado de valores mobiliários os demais acionistas devem ser ignorados?

Segundo viés. Não houve consultas aos investidores, atuais ou potenciais, em valores mobiliários, isto é, ao mercado que decide se quer ou não adquirir ações, debêntures ou outros títulos de emissão das companhias. Tampouco foram consultados os "controladores" das sociedades para saber como é que encaram mudanças na lei. Lembre-se que quando se iniciou o debate sobre redução da proporção entre ações com e sem direito de voto, houve clamor generalizado entre os controladores que diziam não dispor de recursos para manter o controle se a alteração viesse a ser aprovada.

Finalmente, não foram ouvidos estudiosos e especialistas em mercado de valores mobiliários de outros países para avaliar o custo da introdução de mudanças, não se indagou da necessidade de educação de investidores nem como essas mudanças afetariam o mercado. Em resumo, operadores de corretoras e distribuidoras foram os móveis das alterações que se destinam a criar solução para os seus interesses, mas os reais interessados, acionistas e investidores não foram consultados, ou se o foram, talvez a amostra não seja representativa do universo.

Após essas considerações sobre parte do quadro geral em que se discutem as mudanças da lei, é necessário retornar à década de 70, ou final da de 60 para, de uma perspectiva histórica, avaliar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil e como é que a sociedade se comporta, se se move sozinha ou se apenas responde ou não a incentivos governamentais para investir. Ou, ainda de outra forma, se há no espírito do brasileiro médio, padrão, desejo de se associar, de investir com risco lembre-se o estímulo à poupança — o governo garante sua poupança se a instituicão financeira não a honrar — ou não e se eventualmente investimento em risco é apenas decorrência de estímulo governamental. Insiste-se em que investir em ações é investir em risco. Não há garantia de retorno do investimento nem da recuperação do capital investido. É isso o que os brasileiros querem fazer com sua poupança?

Recorda-se que a primeira lei moderna brasileira de mercado de valores mobiliários é a Lei n. 4.728/65 que prevê a emissão de debêntures conversíveis em ações. As debêntures são forma de empréstimo em que no mínimo, se houver garantias, recuperase o valor mutuado. Essa forma de injeção de recursos nas companhias não é, porém, a melhor para o crescimento da atividade econômica já que os recursos devem ser devolvidos no prazo fixado. Por isso a lei proibiu a conversibilidade das debêntures, o que daria ao investidor período de "experiência"

com a companhia. Se gostasse transformaria o empréstimo em investimento de risco. Caso contrário receberia o principal corrigido monetariamente e juros conforme definido na escritura de emissão.

Mas, isso era insuficiente para os propósitos do governo na época do Brasil grande. E, no final da década de 60 e início da seguinte o governo resolve estimular o investimento em ações para "fortalecer a empresa nacional". Para alcançar esse objetivo o governo fomenta "investimentos" via renúncia fiscal, isto é, deixa de receber imposto de renda para que o contribuinte invista em empresas que atuem em áreas como Sudene. Sudam. pesca, florestamento e reflorestamento, aeronáutica (Embraer); paralelamente o governo deixa de receber tributos ou oferece benefícios a companhias que recebam tais investimentos. Essa política gera, ao fim de certo tempo o Fundo 157, fundo de acões que é fruto de política governamental para estimular a captação de recursos junto ao público, mas que impõe perdas ao caixa da União.

Resultado do Fundo 157 esteve recentemente em todos os jornais, com a Comissão de Valores Mobiliários exigindo que as instituições administradoras dos recursos captados fornecessem lista de seus "clientes" e com o envio de cartas a tais pessoas que de há muito deixaram de receber informes e até de se interessar pelo resultado do "investimento" feito. Os investimentos realizados com incentivos Sudene, Sudam e outros, muito provavelmente se perderam sem que houvesse reclamação. Afinal os recursos eram da União, logo, que importância tem uma tal perda?

Ao longo dos anos alguns dos Fundos 157 desapareceram, outros foram incorporados, fusionados, enfim, todos os percalços organizacionais, inflação, planos econômicos, mudança de padrão monetário, desinteresse pelos recursos que haviam sido "perdidos" ou que eram do governo mesmo, explicam o resultado obtido. Isso parece demonstrar que o brasileiro não gosta muito de se associar em atividades de risco de um lado, e que o faz se
for estimulado por algum benefício econômico. Assim, a primeira questão que se põe
é: O Estado dispõe de recursos, ou pode
abrir mão deles, para estimular os "investidores" a aplicar recursos poupados, ou desviados do consumo em companhias abertas?

Em seguida há que se indagar se os controladores das companhias, em geral sociedades familiares que foram buscar recursos no mercado, estão dispostos, desejosos e preparados para compartilhar o controle com investidores estranhos ao grupo familiar.

No universo de companhias abertas de origem familiar qual o percentual de ações ordinárias negociadas em Bolsa? Qual a possibilidade de alguém adquirir o controle dessas sociedades fora de negociação direta com o grupo familiar? Vale raciocínio semelhante para as sociedades de economia mista. Noto que a discussão sobre "privatização" da Vale do Rio doce, Petrobrás, entre outras, vem acompanhada de forte conteúdo emocional que distorce as regras de mercado. Há grande atrativo em ser sócio do governo que nunca "quebra" e mesmo que o Banco do Brasil não distribua dividendos - não há lucro - paga religiosamente a contribuição para o fundo de aposentadoria de seus empregados. Será que o investidor está satisfeito com o modelo?

Alguém estudou os problemas discutidos na teoria de agency e que estímulo dar aos controladores que recebem 100% do benefício por conta de 34% do custo? Como é que se resolve o dilema?

Tem-se, então, de um lado um controlador que vê a companhia como sua, pois foi ele, seu pai, avo ou bisavô, sogro ou outro familiar que "criou", "fez" a companhia o que ela é. O investidor estranho ao grupo familiar é exatamente isto, corpo estranho que não deve dar palpite nem se imiscuir nas decisões da administração que cabe, por direito divino de herança (ou primogenitura), àqueles que descendem do "dono" do negócio.

De outro lado o pobre investidor que apenas serve para entregar sua poupança ao "dono" da sociedade, será que ele quer mesmo ser sócio se não pode votar, não elege ninguém para cargos de administração, recebe informações de forma técnica, cuja leitura é para ele, no mais das vezes, pior do que sânscrito ou aramaico? Será que o espírito associativo no risco é característica do brasileiro, ou do latino em geral? A individualidade que costuma marcar pessoas dessa origem não constitui, por si só, elemento limitador do espírito associativista? Ouantas cooperativas há no país? Poucas, mesmo quando se sabe que o risco de cada cooperado é mínimo se comparado ao risco do investidor nas companhias. O cooperado não entra com recursos, paga só o que consome e talvez alguma pequena contribuição para a administração. O investidor paga o valor das ações adquiridas, e só recebe alguma coisa se a companhia produzir e distribuir lucros, ou se o valor das ações aumentar e ele puder facilmente se desfazer delas. É o que se chama de liquidez.

Veja-se, a título de exemplo, o que ocorre com institutos copiados de outras realidades, de sociedades em que a idéia de ser sócio e de receber algum ganho futuro é clara. Em 1976 a Lei n. 6.404 cuja reforma se pretende, incluiu toda uma disciplina a respeito de aquisição e alienação de controle. Quantas tomadas de controle take over bid ou mesmo managerial take over bids houve até hoje? E fora dos processos de privatização, dirigidos pelo governo, como tomar o controle de uma companhia aberta com a máxima quantidade de ações ordinárias — quando há algumas — negociadas em bolsa ou balcão? Para que servem as regras? De que serviu toda a discussão teórica sobre que ações (acionistas) teriam direito à mais-valia representada pelo controle transferido? Pode-se afirmar

que, havendo a disciplina, se algum caso ocorrer os "minoritários votantes" não serão prejudicados. Mas e os "majoritários não votantes" que não têm direito de recesso e que podem ser prejudicados com a mudança de controle? Qual a defesa que foi prevista?

Parece, portanto, que alteração de lei programada unicamente em gabinetes e ouvidos alguns poucos *experts* salvo a lei das sociedades por quotas de responsabilidade limitada, inteiramente gestada em gabinetes na Alemanha, pode levar a grandes equívocos.

Passa-se, agora, a examinar alguns dos dispositivos cuja alteração se propõe. Observa-se, também, que muitas das modificações previstas são formais, cosméticas, outras atécnicas que pioram o texto em vigor e outras que serão mera experimentação, sem base para que se afirme que os resultados desejados serão atingidos.

Entre as modificações cosméticas estão aquelas que se referem à extinção das ações ao portador após 1990, por força da Lei n. 8.021, arts. 16, inciso IX, 24, 39, 40, 42, 43, 49, 50, 63, 64, 72, 78, 79, 100, 104, 126, 255 e 283 que suprime a referência a ações endossáveis e ao portador e, em algum momento confunde ações nominativas com escriturais, duas formas do mesmo valor mobiliário.

Outras pretendem facilitar algumas operações: a primeira das alterações propostas nesse sentido é a supressão do parágrafo único do art. 16, com a supressão de regra que, na disciplina da conversão de ações preferenciais, exige previsão estatutária ou unanimidade dos atingidos. Outra elimina o parágrafo único do art. 40 que dá à averbação da promessa de venda de ações oponibilidade a terceiros.

No art. 72 afirma-se que a debênture pode ser lastro — garantia seria o correto — sem penhor eliminando a garantia pignoratícia hoje exigida. A quem aproveita essa forma de buscar recursos e quem sofre os efeitos da falta de garantia real?

No art. 100 novamente confunde-se, na alínea c do inciso I, ação nominativa com escritural.

A conclusão a que chego é que as modificações previstas são más por suprimir garantias e exigências legais, sem qualquer técnica redacional.

A redução do prazo, de 3 para 2 anos, no caso de aquisição de voto pelas ações preferenciais é tão irrelevante que nem se justificaria. Bastaria que os Tribunais verificassem se algumas companhias não abusariam da regra para não distribuírem lucros por 2 anos e em seguida para furtar-se à norma fazer pequena distribuição e assim reiteradamente operar.

Introduzem-se outras hipóteses na descrição de condutas de exercício abusivo de poder (art. 117) a saber: h) utilizar recursos da companhia para fins estranhos ou lesivos aos seus objetivos — não seria objeto? Objetivo é sempre lucro nas companhias privadas, ou não?; i) realizar negócios, a qualquer título, com terceiros, em condições prejudiciais aos interesses da companhia. (Não está incluído na alínea f atual?); j) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170 - aumento de capital — com a realização — o termo correto é integralização — em bens estranhos aos objetivos — também seria objeto — social da companhia. Será que ninguém sabe que a assembléia geral tem de aprovar essa integralização e que o acionista — não pode votar?; e, l) praticar atos que causem dano patrimonial à companhia ou a seus acionistas - não é o resultado da atual redação das alíneas do parágrafo 1º do art. 117?

Não há indicações claras de que o art. 117, com a atual redação, deixe de atender às previsões do legislador de 76.

O direito de recesso também é modificado e mal. Começa no art. 136 quando se exige a aprovação de metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior quorum não for exigido pelo estatuto, da companhia cujas ações não estejam admi-

tidas à negociação em bolsa ou em mercado de balcão, que significa companhia fechada, como é o texto atual. A seguir alteram-se os incisos VI, VII que são desdobrados em dois, restringe-se alteração do
dividendo obrigatório para apenas redução,
sem pensar que o aumento pode ser danoso
para a companhia, e cria-se instabilidade
com a possibilidade de ratificação da deliberação dos incisos I e II em prazo de um
ano. Vale dizer que, enquanto não convocada tal assembléia, emissões de ações contendo tais modificações não poderão ser
admitidas pela CVM.

Já no art. 137, impõe-se restrição ao exercício do recesso como segue:

- 1 No caso de criação de ações preferenciais, alteração de preferências ou desproporcionalidade entre classes, o recesso só pode ser exercido por titular de ações de espécie ou classe prejudicadas. Erro elementar imaginar que apenas aqueles que tiverem o interesse diretamente atingido sofram. No caso de criação de preferenciais, com maiores preferências, todos os acionistas podem ser atingidos.
- 2 Nos casos dos incisos IV e V só têm direito ao recesso titulares de ações que não integrem índices gerais representativos de carteira de ações admitidos em negociação em bolsas de futuros. Isto é, ações que integrem os índices Bovespa ou IBV ficam privados do direito de recesso. Trata-se diferentemente o acionista dissidente que é titular de ações que integram o índice com alguma lógica, como se verá adiante, mas o remédio é pequeno para resolver a denominada "indústria do recesso" que aparece outra vez no caso do § 1º com a introdução da frase "ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação se anterior".

Por que não seguir o modelo de alguns Estados norte-americanos que não prevê recesso para titulares de ações com liquidez em bolsas? Se o acionista tem "mecanismos de mercado" para se desligar da sociedade, por que admitir exerça o recesso e receba da companhia? Porque há vantagem patrimonial para ele, o que se deseja eliminar.

Ora, isso significa reconhecer que o valor de bolsa das ações embute expectativas negativas ou, no mínimo, não se prevê ganhos que estimulem o acionista a manter sua posição. Logo, como é que se pretende estimular o mercado com medidas legais?

Por que tratamento distinto para incorporação e fusão em relação à cisão se todas são formas de reorganização societária? Parece que, outra vez legislando em benefício de grupo (o governo?) se cria discriminação para fenômenos substancialmente iguais.

E por que se conta o prazo da publicação da ata da assembléia que aprova o protocolo de fusão ou incorporação, se ao final a outra assembléia pode não aprovar a operação?

Recesso deve ser exceção e não regra, daí que seria melhor aumentar o quorum deliberativo, o que daria aos minoritários certo poder de veto, ao invés de dar-lhes tópica e marcadamente direito de retirada. Será que o fato não demonstra que o interesse de se manter associado é inexistente no brasileiro?

Na eleição de membros para compor o Conselho Fiscal quando instalado, os majoritários elegem a maioria dos membros do órgão, assim como elegem a maioria — senão a totalidade — dos demais administradores. Aqui outro problema da lei ou do sistema. Os administradores — diretores e membros do Conselho de Administração — são demissíveis ad nutum pela assembléia geral. E quem tem poder deliberante nas assembléias além do controlador? Assim, como é que o administrador fará alguma coisa que não seja de interesse do controlador?

Qual o critério de avaliação da administração das companhias? O que leva o investidor a optar por uma ou outra companhia? Informações ditas de "cocheira" ou de algibeira, quase que insider information que recebe do amigo, do corretor, do diretor, do contador, do

Será que as regras dos arts. 154 a 158 quanto a comportamentos dos administradores das companhias são suficientes para dar tranquilidade aos investidores de que a administração agirá na perseguição dos interesses da companhia e não dos controladores?

E, dada a volatilidade que a cotação de valores mobiliários experimenta, não será esse um mercado muito especializado, que exige, para sua manutenção, investidores com formação técnica e acuidade além da média? Não por outra razão as regras quanto a informações que devem ser prestadas ou estar disponíveis para todos ao mesmo tempo. Mas, o próprio tecnicismo das informações pode constituir barreira intransponível para muitos. Como superar esse impasse?

Afinal adianta importar modelos estrangeiros, desenvolvidos para outras mentalidades e realidades? O mercado de valores mobiliários mais desenvolvido é, sem dúvida, o norte-americano. As regras que disciplinam o mercado datam de 33 e 34, após a grande depressão, daí serem mais minuciosas hoje do que as brasileiras, cujo mercado passou a ser artificialmente estimulado na década de 70.

Em artigo na Gazeta Mercantil de 13.11.96, Flávio Maia Santas diz que: "Não se pode nem mesmo dizer que o fato de as normas serem mais numerosas resulte em maior proteção aos que estão sob a sua égide. Na verdade, o que assegura o respeito aos direitos é o espontâneo cumprimento das regras por parte da maioria dos agentes sociais e a celeridade e acerto das decisões judiciais. Esses elementos... dependem... do grau de organização social do país. Assim, ninguém duvida de que os investidores encontrem melhor proteção na Alemanha...". Conclui com a afirmação, que não é só sua, mas já fora feita por George Stigler, "de que o profissional que se aventura na seara de outro deve conhecer os fundamentos básicos daquele setor de conhecimento, sob pena de..., e lembra

ne sutor ultra crepidam, ou seja, não vê o sapateiro além das chinelas".

Volta-se, assim, às questões iniciais, antes de aprovar a reforma da lei das sociedades por ações. O brasileiro tem espírito associativo no risco? Quer participar de negócios de que não tem o comando? E quando tem o comando quer abrir mão dele? Enquanto essas questões básicas não forem pensadas, enquanto não houver explicações claras, no que os alemães denominam "modelo informacional" de que o risco existe e que proteção pode haver para o investidor, enquanto conflito de interes-

ses na administração de carteiras — própria e de terceiros — não for suprimido, enquanto os administradores das companhias, abertas ou fechadas, não forem responsáveis pelos atos de administração que pratiquem, de forma a evitar descaso, negligência, imperícia ou imprudência sem punição, qualquer que seja o destino da proposta, o resultado haverá de ser pífio.

Alterar a lei a pretexto de fomentar o mercado implica ter certeza, desde o início, de que há mercado para ser estimulado e que os agentes, não os intermediários, querem aquelas mudanças.