

# Atualidades

## PRIVATIZAÇÕES E RELAÇÃO ENTRE INTERESSES PÚBLICOS PRIMÁRIOS E SECUNDÁRIOS — AS ALTERAÇÕES NA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA BRASILEIRA<sup>1</sup>

OTAVIO YAZBEK

*I — Introdução. II — Os fins das privatizações e o fortalecimento do mercado acionário. III — As bases da legislação societária brasileira. IV — A Lei 9.457/97. V — Efeitos das alterações trazidas pela Lei 9.457/97. VI — Interesses públicos primários e secundários. VII — Conclusões.*

### **I — Introdução**

Em todo o mundo os processos de privatização geraram imensos desafios de ordem jurídica e institucional. Tanto as estruturas próprias do Estado social quanto aquelas herdadas do modelo de Estado liberal clássico, que são sobretudo garantidoras de direitos, não se mostraram de todo adequadas às peculiaridades de tais processos, impondo-se uma série de transformações nos regimes jurídicos vigentes para determinadas atividades.

O termo privatização será tomado, para os fins deste ensaio e sem maiores questionamentos, como a *transferência do poder de controle de empresas estatais (em-*

*presas públicas e sociedades de economia mista) ou de bens públicos para agentes privados.*<sup>2</sup> Não é relevante, tendo em vista os fins pretendidos, indagar quanto à natureza da atividade econômica desenvolvida pela empresa privatizada, se serviço público ou atividade econômica em sentido estrito.

O objetivo mais imediato deste trabalho é a análise de algumas das alterações carreadas à legislação acionária brasileira, em especial por força da Lei 9.457, de 5.5.1997. Não serão discutidas em grandes detalhes tais mudanças, mas muito mais as suas motivações. O objeto deste ensaio é, pois, a chamada política do direito.

1. O presente texto é uma versão revisada de trabalho apresentado no Seminário "L'État en Mutation", realizado no âmbito do Projeto CAPES/COFECUB desenvolvido pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e pela Faculdade de Direito de Montpellier, em Tiradentes (MG), de 21 a 23.10.1999. O autor agradece as críticas e observações de Eros Roberto Grau, Michel Miaille, Jean-Louis Autin, Jean-Philippe Colson, Jean Paul Cabral Veiga da Rocha, Gilberto Bercovici, Luís Virgílio Afonso da Silva, Martim della Valle, Roberto Neves Pedrosa de Cillo e José Augusto Fontoura da Costa.

2. Quanto aos múltiplos sentidos do termo, cf. Pierre Guislain, *Les Privatisations, un Défi Stratégique, Juridique et Institutionnel*, Bruxelles, De Boeck, 1995, pp. 24 e ss. A Lei 9.491/97, no § 1º de seu art. 2º, define desestatização como "a) a alienação, pela União, de direitos que lhe assegurem, diretamente ou através de outras controladas, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade; b) a transferência, para a iniciativa privada, da execução de serviços públicos explorados pela União, diretamente ou através de entidades controladas, bem como daqueles de sua responsabilidade".

## II — Os fins das privatizações e o fortalecimento do mercado acionário

No Brasil, a Lei 9.491, de 9.9.1997, que atualizou a Lei 8.031/90, instituidora do Programa Nacional de Desestatização, enumera, nos incisos do seu art. 1º, os objetivos fundamentais deste programa, que são: “I — Reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público; II — Contribuir para a reestruturação econômica do setor público, especialmente através da melhoria do perfil e da redução da dívida pública líquida; III — Permitir a retomada de investimentos nas empresas e atividades que vierem a ser transferidas à iniciativa privada; IV — Contribuir para a reestruturação econômica do setor privado, especialmente para a modernização da infra-estrutura e do parque industrial do País, ampliando sua competitividade e reforçando a capacidade empresarial nos diversos setores da economia, inclusive através da concessão de crédito; V — Permitir que a Administração Pública concentre seus esforços nas atividades em que a presença do Estado seja fundamental para a consecução das prioridades nacionais; VI — Contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, através do acréscimo da oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital das empresas que integrem o Programa” (grifamos).

Também em outros países as privatizações têm, dentre seus fins, o fortalecimento dos mercados de capitais, procurando-se incentivar o desenvolvimento das atividades empresariais a partir desta forma específica de recurso às poupanças individuais, reputada o mecanismo ideal de financiamento.<sup>3</sup> Desta maneira, na maior medi-

te destes países foram criados mecanismos destinados a atrair pequenos investidores e a estimular a aquisição de parcelas do capital das empresas a serem privatizadas por grupos de funcionários, dentre outras medidas.<sup>4</sup>

Deve-se destacar, porém, que o fortalecimento dos mercados de capitais ocupa,

da, o financiamento da atividade empresarial. Ao contrário, nos modelos historicamente consagrados na Europa, predomina a busca de financiamento no setor bancário. Cf. Margaret M. Blair, *Ownership and Control — Rethinking Corporate Governance for the twenty-first Century*, Washington, The Brookings Institution, 1995, pp. 145 e ss. e Julian Franks e Colin Mayer, “Corporate ownership and control in the U.K., Germany, and France”, in Donald H. Chew (ed.), *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems, a Comparison of the U.S., Japan & Europe*, New York, Oxford University Press, 1997, pp. 281 e ss. e 295 e ss.

4. Para a análise da experiência francesa, cf. Hubert de Vauplane, “Les aspects juridiques des privatisations”, in Fabrice Dion (coord.), *Les Privatisations en France, en Allemagne, en Grande-Bretagne et en Italie*, Paris, La Documentation Française, 1995, pp. 63 e ss. e Franck Bancel, “Le processus de privatisation: la spécificité française”, in Fabrice Dion (coord.), ob. cit., 1995, pp. 35 e ss. Para outros países, cf. Pierre Guislain, ob. cit., pp. 148 e ss. Quanto aos efeitos destas políticas, cumpre destacar que nem sempre a outorga de estímulos é suficiente para manter os novos investidores vinculados ao mercado, como comprova a experiência inglesa. Cf., neste sentido, Roberto Neves Pedrosa de Cillo, *British Privatizations: Lessons for Brazil*, London, University of Notre Dame, 1999, p. 12 e Ian Snaith, “Grande-Bretagne: la phase de maturité”, in Fabrice Dion (coord.), ob. cit., p. 159. Vale destacar que, mesmo no caso inglês, os minoritários não chegaram a receber direitos ou garantias distintos daqueles usuais. Cf., para a matéria, Paul Davies, *Gower's Principles of Modern Company Law*, London, Sweet & Maxwell, 1997, p. 71. As experiências das chamadas “economias de transição”, de especial interesse para a análise do caso brasileiro, dados os desafios com os quais se deparavam tais países, é referida por John C. Coffee Jr., “Inventing a corporate monitor for transitional economies: the uncertain lessons from the Czech and Polish experiences”, in Klaus J. Hopt, Hideki Kanda, Mark J. Roe, Eddy Wymeersch and Stefan Prigge (eds.), *Comparative Corporate Governance — The State of the Art and Emerging Research*, Clarendon Press, Oxford, 1998, pp. 75 e ss., que também refere os resultados, não raro frustrantes, de tais experiências e sua relação com a escassa proteção outorgada aos acionistas minoritários.

3. Destaque-se que o modelo de mercado de capitais tomado como referência é, usualmente, o norte-americano. Com efeito, no modelo econômico norte-americano o mercado acionário assume posição central, sobre ele fundando-se, em grande medi-

originariamente, um papel de importância secundária dentre as motivações que levaram aos processos de privatização. Sua consideração dá-se apenas em um momento posterior, derivada de uma das consequências naturais da transferência de atividades à iniciativa privada, que é a valorização das estruturas de mercado, como adiante se verá.

Com efeito, o discurso privatizante surge com a ampla crise que, ainda nos anos 70, assolou as finanças públicas de diversos países, acompanhada por uma conseqüente degeneração na prestação de serviços públicos. Ressurgem, neste quadro, as políticas econômicas mais ortodoxas. Desta maneira, os discursos governamentais voltaram-se para questões fiscais e orçamentárias, tendo em vista a necessidade de redução dos déficits públicos e, já posteriormente, de melhoria na prestação dos serviços de utilidade pública. Trata-se de um movimento de reforma do Estado, com a redefinição de suas funções.<sup>5</sup>

Com a conseqüente valorização da iniciativa privada, alçada ao papel de principal investidora em setores de infra-estrutura, adquirem maior importância, dentre outras, as políticas de promoção da concorrência e eficiência. O mesmo vale para o desenvolvimento dos mercados de capitais. Ocorre que, apesar da relativa uniformidade deste quadro, cada país acabou priorizando alguns aspectos em detrimento de outros.

No Brasil, até em razão da inflação crônica que há muito assolava o país, o problema do déficit público assumiu posição de destaque, associado à defesa da estabilidade da moeda. Desta maneira, a preocupação com o crescimento do mercado de capitais restou em posição secundária, havendo sido priorizadas, nos últimos tempos, medidas nem sempre congruentes com as necessidades deste mercado, ou mesmo prejudiciais ao seu desenvolvimento, o que explica como as vias efetivamente seguidas e os resulta-

dos obtidos acabaram diferindo de forma tão acentuada das intenções declaradas no inc. VI do art. 1º da Lei 9.491/97.

Cumprido, neste momento, tecer algumas considerações acerca da Lei 6.404/76, que rege as sociedades por ações, e do seu papel na criação de estruturas institucionais de um mercado de capitais que se pretendeu implantar no país.

### III — As bases da legislação societária brasileira

A Lei 6.404, de 15.12.1976, é fruto de um momento histórico bastante característico, estando diretamente relacionada ao modelo econômico consolidado no II Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND). Este sistema de planejamento teve suas diretrizes e prioridades aprovadas pela Lei 6.151, de 4.12.1974, havendo sido fixada sua vigência, inicialmente, para os exercícios de 1975 a 1979. Seu efetivo período de vigência, porém, foi menor do que aquele inicialmente pretendido, uma vez que, quando da própria promulgação do Plano, ocorria um marcado agravamento da situação econômica brasileira, tornando inviável a consecução dos objetivos fixados.

Em muitos pontos, o II PND espelhava as discussões da década anterior, quando pareceu de meridiana clareza que o processo de desenvolvimento do Brasil passava pela criação de um sistema financeiro bem estruturado e de um forte mercado de capitais, capazes de financiar o crescimento da atividade empresarial no país. Àquela época, o subdesenvolvimento afigurava-se para muitos, em boa parte, como um problema crônico no processo de "formação de capital". Impunha-se pois, a criação de mecanismos institucionais capazes de sanar tais problemas, estimulando a canalização das poupanças individuais para o financiamento da atividade empresarial.<sup>6</sup>

6. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, *A Lei das S/A — Pressupostos, Elaboração, Modificações*, v. I, Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 139.

5. Catherine Kessedjian e Fabrice Dion, *Introdução*, in Fabrice Dion (coord.), ob. cit., p. 9.

Daí decorre, por exemplo, a legislação instituidora do Sistema Financeiro Nacional, nomeadamente as Leis 4.595/64 (que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, criando o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central), 4.728/65 (que disciplina o mercado de capitais, estabelecendo medidas para o seu desenvolvimento) e 6.385/76 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, criando, ainda, a Comissão de Valores Mobiliários — CVM), dentre inúmeros outros diplomas. Impunha-se também, dentro deste movimento, a reforma da legislação acionária brasileira ante a obsolescência do Decreto-lei 2.627/40, que regulava as sociedades anônimas àquela época.

Depois de longos debates<sup>7</sup> foi promulgada a Lei 6.404/76. O novo diploma acionário, integrado naquele quadro mais amplo de reformas institucionais, visava, conforme uma série de artigos publicados pelos autores do Anteprojeto na imprensa, criar um “modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada, requerida pelo estágio atual da economia brasileira”.<sup>8</sup>

Com a Lei 6.404/76 foi fixado o conceito, ainda hoje vigente, de companhia aberta, com a criação de toda a sistemática de funcionamento das companhias desta natureza, modeladas para a captação de recursos em bolsa. Dentro desta tendência, foram outorgados determinados direitos e garantias aos acionistas minoritários, providências necessárias para a atração de novos investidores e a criação de um mercado acionário forte.

É com este espírito que foram criados, dentre outros institutos, a oferta pública de aquisição de ações, constante dos arts. 254

e 255 da Lei 6.404/76, e a possibilidade de exercício de direito de retirada em caso de tomada de determinadas decisões pela assembléia-geral. Tais pontos serão novamente referidos mais adiante.

#### IV — A Lei 9.457/97

Com o advento do Programa Nacional de Desestatização, algumas daquelas garantias outorgadas aos acionistas minoritários começaram a ser questionadas, em especial por aumentar os custos das privatizações tanto para o Governo como para os principais interessados na aquisição das empresas. Tais questionamentos ganharam destaque com a chegada do momento em que se realizaram as privatizações de empresas dos setores elétrico e de telecomunicações, que precisariam ser submetidas a uma série de operações societárias antes da sua venda.<sup>9</sup>

Os empecilhos representados por alguns dos direitos outorgados aos acionistas minoritários foram afastados por meio da promulgação da Lei 9.457/97, que alterou diversos dispositivos das Leis 6.404/76 e 6.385/76. É verdade que nem todos os dispositivos afetados por esta nova legislação relacionavam-se diretamente às necessidades da desestatização.<sup>10</sup> Algumas des-

9. Nelson Laks Eizirik, *Reforma das S/A & do Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, Renovar, 1997, p. 60. Para uma descrição do modelo jurídico adotado para a privatização do sistema Telebrás, cf. Luiz Leonardo Cantidiano, “Aspectos jurídicos das privatizações no Brasil”, in Roberto Quiroga Mosquera (coord.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, São Paulo, Dialética, 1999, pp. 184 e ss.

10. No presente trabalho apenas serão comentados alguns aspectos das alterações referentes às privatizações. Para uma relação sistemática das alterações trazidas pela Lei 9.457/97, cf. Nelson Laks Eizirik, ob. cit. Para uma análise crítica, cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1997, v. I, XLVII e ss. Sobre casos recentes que demonstram os efeitos deletérios da Lei 9.457/97, cf. Amália Safatle, “Minoritários — O rigor da lei”, *Revista Carta Capital* 50/71 e Carlos Drummond, “Lei Kandir — Minoritários fisgados”, *Revista Carta Capital* 72/58.

7. O que não diminui o caráter impositivo que se deu à tramitação da matéria, como bem destaca Philomeno Joaquim da Costa, *Anotações às Companhias*, São Paulo, Ed. RT, 1980, p. 14.

8. *Apud* Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ob. cit., p. 139.

tas alterações, porém, atingindo em especial os institutos da oferta pública de aquisição de ações e do direito de recesso, viviam nomeadamente a redução dos custos de processos de privatização. Impõe-se, pois, a sua consideração.

Assim, com o advento da Lei 9.457/97, o direito de recesso que cabe ao acionista dissidente em caso de tomada de determinadas deliberações, referentes a pontos cruciais da vida social, teve as hipóteses de sua ocorrência radicalmente restringidas. Com este diploma, as decisões aprovadoras de cisão, dissolução e cessação de estado de liquidação da companhia foram excluídas do elenco de deliberações que podem ensejar a retirada.<sup>11</sup>

Já a chamada oferta pública de aquisição de ações, consagrada, anteriormente nos arts. 254 e 255 da Lei das Sociedades por Ações,<sup>12</sup> teve a sua obrigatoriedade ex-

11. Originariamente, eram hipóteses de direito de recesso para os dissidentes, na Lei 6.404/76 a criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; as alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe se mais favorecida; alteração do dividendo obrigatório; mudança do objeto da companhia; a incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão; dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação; e participação em grupo de sociedades. A Lei 9.457/97 afetou também a possibilidade de recesso nos casos de deliberação quanto a incorporação, fusão e participação em grupo de sociedades, afastando-a em caso de atendimento a determinados critérios objetivos (sujeitos, porém, a oscilações) que fazem presumir liquidez e dispersão das ações prejudicadas (art. 137, II, *a* e *b*). Foram alterados também outros pontos, menos diretamente relacionados aos processos de privatização. Foi criada, ainda, a possibilidade de adoção de critério alternativo (o chamado "valor econômico") para o reembolso do valor das ações dos acionistas dissidentes (art. 45, § 1º).

12. Em sua redação original, antes da revogação, pois, do art. 254 e dos §§ 1º e 2º do art. 255, tais dispositivos tinham a seguinte redação:

"Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. § 1º. A Comissão de

tinta, restando facultada, pois, a aquisição da participação majoritária, no caso detida pelo governo, sem a obrigatória formulação de oferta, nos mesmos termos e submetida à CVM, para a aquisição das participações detidas pelos acionistas minoritários. De outra forma, estes poderiam representar um significativo custo suplementar para o adquirente.

É bem verdade que este último instituto sempre foi bastante polêmico. Quando da elaboração da Lei 6.404/76 diversas propostas de emendas foram apresentadas, havendo sido aprovada, após acirrados debates, a emenda de autoria do Senador Otto Cirillo Lehmann.<sup>13</sup> Os autores do Anteprojeto manifestaram-se, em carta enviada ao Ministro da Fazenda e ao Presidente da República, reputando nefasta a criação da oferta pública de aquisição de ações. Conforme a sua análise, esta desestimularia a abertura do capital das companhias, na medida em que, nas sociedades de capital aber-

Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações. § 2º. Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública. § 3º. Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta."

"Art. 255. A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita à prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto. § 1º. A autoridade competente para autorizar a alienação deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar. § 2º. Se a compradora pretender incorporar a companhia, ou com ela se fundir, o tratamento equitativo referido no § 1º será apreciado no conjunto das operações."

13. Cf. Modesto Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, Saraiva, 1998, v. IV, t. II, pp. 143 e ss.

to, o empresário perderia, na prática, “a livre disponibilidade de suas ações”.<sup>14</sup>

Logo após a promulgação da Lei 6.404/76 o benefício da oferta pública foi restringido, passando a valer apenas em benefício dos acionistas titulares de ações com direito de voto, por força da Resolução CMN 401, de 22.12.1976. Mesmo antes do advento da Lei 9.457/97 foram feitas diversas tentativas de extinguir a oferta pública, sobretudo por força da atuação de grupos mais conservadores.

De qualquer maneira, porém, e qualquer que seja a posição adotada acerca das garantias criadas pela Lei 6.404/76 em favor das minorias acionárias, reconhecendo seus méritos ou apontando os pontos em que aquelas se afiguravam como empecilhos ao funcionamento do mercado, a Lei 9.457/97 teve resultados inequívocos para o Governo, os adquirentes das empresas privatizadas e os acionistas minoritários. Como bem esclarece Nelson Eizirik, “Para o Governo, os benefícios são evidentes: eliminado o direito de rescesso na cisão, poderá promover tal modalidade de operação como ‘ajuste prévio’ aos processos de privatização de empresas concessionárias de energia e telecomunicações, particularmente, sem a necessidade de pagar o valor do reembolso aos minoritários discordantes; extinguindo a oferta pública, poderá apropriar-se, integralmente, da mais-valia decorrente da alienação de controle das companhias abertas sob seu controle, sem ter que dividi-la com os acionistas minoritários.

“Para os empresários privados, tais medidas igualmente reduzem os custos dos processos de reorganização societária, assegurando-lhes, ademais, ao alienarem o controle acionário da companhia, a apropriação exclusiva do preço pago pelo adquirente.

“É inequívoco que, com tais modificações, são beneficiados os acionistas con-

troladores — e as próprias empresas — e prejudicados os acionistas minoritários.”<sup>15</sup>

#### V — *Efeitos das alterações trazidas pela Lei 9.457/97*

De um modo geral, afirmou-se em favor das alterações carreadas pelo diploma de 1997 que a redução das garantias outorgadas pela Lei 6.404/76 aos minoritários é coerente com a evolução do mercado de valores mobiliários, uma vez que, atualmente, o acionista minoritário não é mais o investidor isolado, pessoa física que decidiu aplicar as suas economias em bolsa, mas sim o grande investidor institucional, que não tem necessidade de tutela governamental.<sup>16</sup>

As falhas deste argumento são claras. Os investidores institucionais acompanham diretamente a evolução dos padrões de relacionamento e das estruturas caracterizadoras de um dado mercado, atentando, antes de mais nada, para os riscos existentes em tal mercado.<sup>17</sup> Desta maneira, em especial em determinados mercados de cultura autoritária ou por demais centralizadora, como a seguir se verá, a atração de tais investidores passa pela outorga de suficientes garantias formais, consolidadas em diplomas legais.<sup>18</sup>

De fato, estas garantias assumem extrema importância quando da existência de estruturas empresariais obsoletas, muitas vezes relacionadas a empresas familiares, marcadas pela concentração de poder. Este é, ao que parece, o caso brasileiro, onde

15. Nelson Laks Eizirik, ob. cit., p. 25.

16. Neste sentido, cf. Nelson Laks Eizirik, ob. cit., p. 2.

17. Pode-se definir investidor institucional como “an investor with money under professional management in an organization that invests on behalf of a group of individuals, another organization, or a group of organizations” (Carolyn Kay Brancato, *Institutional Investors and Corporate Governance — Best Practices for Increasing Corporate Value*, Chicago, Irwin, 1997, pp. 21 e ss. e Margaret M. Blair, ob. cit., pp. 147 e ss.).

18. Cf. Margaret M. Blair, ob. cit., pp. 116 e ss.

14. *Apud* Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, ob. cit., p. 289.

estão presentes diversos fatores de fundo, impeditivos da modernização das empresas, como a grande rigidez das estruturas e o excessivo patrimonialismo ainda dominante.<sup>19</sup> Tais fatores corporificam-se, dentre outras maneiras, em reduzidos ou deformados fluxos de informações ao mercado (*disclosure*) e na baixa capacidade de assegurar a observância e cumprimento das relações contratuais pelos controladores e administradores das companhias (*enforcement*), como bem demonstram as escalas de aferição adotadas por órgãos internacionais.<sup>20</sup>

A posição bastante peculiar dos investidores institucionais representou, nos Estados Unidos e em muitos países europeus, a superação da indiferença e do absentismo dos pequenos investidores individuais, notórios desde a obra pioneira de Berle e de Means e tantas vezes referidos no correr da segunda metade deste século.

Surge, com esse novo tipo de investidor, uma postura distinta, o *shareholder activism*, presente, por exemplo, no exercício de contínuas pressões para que as companhias adotem políticas referentes a proteção do consumidor e do meio ambiente; no combate às medidas *antitakeover* adotadas pela administração de algumas empresas; nas pressões pela adoção de novas estruturas e critérios de administração; no acompanhamento das atividades e resultados dos órgãos de administração da companhia; na adoção de critérios não exclusivamente econômicos para avaliação da per-

*formance* da companhia etc.<sup>21</sup> Desta maneira, a atração de tais investidores acaba sendo benéfica em vários sentidos para mercados como o brasileiro, trazendo capital e propugnando pela superação de antigos critérios gerenciais e práticas arraigadas, em favor dos padrões da chamada *governança das empresas* ou *governança corporativa/empresarial* (expressões adotadas no Brasil como tradução da expressão de língua inglesa *corporate governance*).<sup>22</sup>

Ante este quadro, a mera retirada das escassas garantias já existentes contra o arbítrio de acionistas controladores ou administradores das companhias, por mais que estas garantias não tenham se mostrado plenamente efetivas em todos os casos (e a experiência mostra as muitas falhas de alguns dos mecanismos criados pela Lei 6.404/76 para a tutela dos minoritários), pode apresentar efeitos catastróficos. Ao menos abstratamente, o mercado torna-se mais arriscado do que já é, reduzindo-se a sua capacidade de atração de novos investidores.

É inegável que, quando da elaboração de políticas públicas de qualquer natureza, deve-se levar em conta, ao lado dos modelos conceituais puros e das premências eventualmente surgidas, de caráter conjuntural, as peculiaridades e necessidades locais. Ao desconsiderar tais aspectos, os novos diplomas legais correm o risco, por exemplo, de não se afigurarem plenamente eficazes ante os fins originariamente buscados (isso presumindo que, no caso em tela, o objetivo declarado no inc. VI do art. 1º da Lei 9.491/97 não seja mera retórica). De nada adianta, neste sentido, a tomada de medidas, muitas vezes tardias, para ga-

19. Luciano Coutinho, "A fragilidade da proposta neoliberal em face do anacronismo da estrutura empresarial brasileira", in João Paulo dos Reis Velloso (coord.), *Brasil em Mudança*, São Paulo, Nobel, 1991, p. 163.

20. Cf. Dante Mendes Aldrighi, Antonio Gledson de Carvalho e Roberto Guena de Oliveira, "Governança das empresas no Brasil: pouco barulho por muito", in *Informações Fipe* 229, out. 1999, p. 21. Vale considerar, ainda, as posições defendidas no XV Congresso da Associação Brasileira dos Analistas do Mercado de Capitais (Carlos Drummond, "XV Congresso ABAMEC — Fora da medida", *Revista Carta Capital* 75/39).

21. Carolyn Kay Brancato, ob. cit., pp. 81 e ss.

22. Cujo significado é analisado, dentre muitos outros autores, por Carolyn Kay Brancato, ob. cit., pp. 127 e ss. Quanto à adoção de critérios de *corporate governance* na França a partir das privatizações, cf. Hervé Juvin, "Les répercussions économiques et financières", in Fabrice Dion (coord.), ob. cit., pp. 113 e ss.

rantir a dispersão do capital em algumas das empresas privatizadas. O verdadeiro problema reside nas concepções fundamentais da legislação promulgada, naturalmente contraditórias.<sup>23</sup>

É bem verdade que, a despeito das posições adotadas pelo Governo brasileiro no processo de privatizações, ocorreu com este processo um certo aumento da “base acionária”, decorrente da simples transferência, à iniciativa privada, da titularidade do capital das empresas privatizadas.<sup>24</sup> Além disso, um número significativo de

empresas privatizadas foi adquirido por consórcios ou grupos de empresas ou investidores, aumentando o número de casos de companhias abertas com o controle compartilhado (valendo destacar, porém, como contraponto, o grande número de fechamentos de capital ocorridos nos últimos tempos).<sup>25</sup> Tais resultados positivos, porém, não estão diretamente relacionados com a reforma da legislação acionária, sendo efeitos reflexos do processo de privatização.

## VI — Interesses públicos primários e secundários

A análise destas relações entre os diversos objetivos dos processos de privatização e as vias efetivamente seguidas requer algumas considerações acerca da natureza dos interesses que se pode identificar, no caso, como contrapostos.

A despeito de restar claro que o Programa Nacional de Desestatização diz respeito primordialmente ao atendimento da problemática financeira do Estado brasileiro, tendo os outros objetivos declarados na Lei 9.491/97 natureza acessória, quando não meramente retórica, cumpre avaliar a natureza da relação existente entre os fins formalmente escolhidos.

A distinção entre interesse público primário e secundário pode ser de alguma valia para a análise desta situação, ajudando a classificar os interesses envolvidos em planos distintos. É verdade que, dadas as dificuldades para a avaliação, do ponto de vista jurídico, do conteúdo de políticas públicas, esta distinção apresenta um valor bastante relativo, devendo ser aplicada com a observação de determinadas ressalvas.

Como bem esclarece Renato Alessi, a posição de supremacia da Administração Pública decorre das funções por esta exercidas, restando a sua situação privilegiada estritamente vinculada à necessidade de

23. Quanto às escassas medidas adotadas, no Brasil, para o estímulo à dissolução de capital das empresas privatizadas, cumpre destacar que estas visaram garantir a oferta de parte das ações aos “empregados de empresas controladas, direta ou indiretamente pela União, incluídas no Programa Nacional de Desestatização”, dentro de determinadas condições a serem aprovadas pelo Conselho Nacional de Desestatização. Tal oferta seria da ordem de “pelo menos, 10% (dez por cento) das ações do capital social detidas, direta ou indiretamente, pela União” (art. 28 e ss. da Lei 9.491/97), podendo a aquisição ser efetuada por meio de clube de investimento. O mesmo diploma permitiu aos trabalhadores a “utilização máxima de 50% (cinquenta por cento) do saldo existente e disponível em sua conta vinculada do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço”, devendo tais valores ser aplicados “em quotas dos Fundos Mútuos de Privatização”, desde que as “destinações sejam aprovadas pelo Conselho Nacional de Desestatização”. É interessante destacar que a regulamentação mais minuciosa da oferta aos empregados e mesmo a possibilidade de utilização dos recursos do FGTS apenas surgiram após a venda da maior parte dos ativos disponíveis para privatização (Vladimir Rioli, “Poupança organizada”, *Revista Carta Capital* 81/101). Para um esboço quanto ao desenvolvimento e estrutura atual de tais mecanismos, cf. *Cadernos CVM 4, Fundos Mútuos de Privatização — FGTS, Clube de Investimento — FGTS e Fundo Mútuos de Privatização — FGTS Carteira Livre*, Rio de Janeiro, 2000. Vale a comparação com os instrumentos criados na República tcheca para os mesmos fins, conforme analisados por John C. Coffee, ob. e loc. cit., pp. 125 e ss.

24. Cf. Luiz Leonardo Cantidiano, ob. cit., p. 188. Para uma comparação entre o ingresso de pequenos investidores nos mercados do Brasil e Inglaterra e para referências ao crescimento recente do mercado acionário francês, cf. Hervé Juvin (ob. e loc. cit., p. 91) e Carlos Drummond (“XV Congresso ABAMEC — Fora da medida”, *Revista Carta Capital* 75/39).

25. Cf. neste sentido, Vladimir Rioli, “Poupança organizada”, *Revista Carta Capital* 58/69.

consecução do interesse público.<sup>26</sup> A despeito das polêmicas que podem surgir das discussões acerca do conceito de “interesse público”, torna-se necessário, para a presente análise e sem maiores pretensões, identificar os interesses que se pretende atender com a atuação do poder público.

Destaca Alessi que o fim perseguido pela Administração deve sempre ser, em um primeiro momento, um interesse coletivo primário “formato dal complesso degli interessi individuali prevalenti in una determinata organizzazione giuridica della collettività”.<sup>27</sup> Este interesse primário não deve ser confundido com os interesses próprios da Administração. Estes últimos, de titularidade do aparato estatal propriamente dito, mais relacionados à subsistência deste, seriam os interesses públicos secundários.

Ora, em caso de necessidade de opção entre interesses públicos primários e secundários, e considerada a natureza instrumental destes últimos, deveriam sempre prevalecer os interesses primários, aqueles em razão dos quais existe a própria organização estatal. É claro que, não raro, interesses primários e secundários encontram-se entremeados, sendo comum que o atendimento ao interesse secundário seja verdadeiro requisito para um melhor atendimento a interesses primários diversos. Permanece, porém, o valor da distinção como critério organizativo, fundamento de uma análise crítica da matéria.

Desta maneira, seria possível classificar, ainda que genericamente e sem um maior rigor, os objetivos estabelecidos no Programa Nacional de Desestatização. Pode-se, então, verificar a adoção de objetivos relacionados a interesses primários (referidos nos incs. III, IV e VI do art. 1º da Lei 9.491/97) e objetivos relacionados a interesses secundários, ou seja, referentes

mais diretamente ao aparato estatal (incs. I, II e V do mesmo artigo).

O que se pode ver no caso brasileiro é uma extrema valorização dos interesses ditos secundários, com os esforços voltados quase que unicamente para a solução dos problemas fiscais e orçamentários da Administração Pública, em detrimento da implementação de outros objetivos. Cumpre questionar, pois, quanto à precedência que foi dada àqueles fins em relação aos demais, interesses legítimos e há muito reconhecidos. Cumpre, nesta mesma linha, questionar quanto à real necessidade de alteração do regime societário de defesa dos acionistas minoritários.

Quanto a este último ponto, para fins de comparação, vale destacar que as medidas adotadas na Inglaterra com os mesmos fins que teve a reforma da legislação societária brasileira (“to enable the Government to prevent takeovers or other changes of control which it regards undesirable”) tiveram natureza excepcional, sendo aplicadas a cada caso.<sup>28</sup> Providências desta ordem, derogatórias das normas de direito societário apenas e tão-somente para a realização de determinadas privatizações, foram adotadas ainda em outros países,<sup>29</sup> havendo, no mais das vezes, sido preservada a legislação societária no que tange aos direitos e garantias dos acionistas minoritários. Cumpre questionar, então, se, *mutatis mutandis*, não se poderia submeter os aspectos societários das privatizações no Brasil a uma legislação própria. Ao que parece, e assim demonstram os mais recentes projetos de reforma da legislação societária, adiante referidos, esta seria a solução mais adequada.<sup>30</sup>

28. Paul Davies, ob. cit., p. 70.

29. Cf. as referências de Pierre Guislain, ob. cit., pp. 75 e ss.

30. Ressalve-se, porém, a posição falaciosa defendida pelo Presidente da ABRASCA — Associação Brasileira das Companhias Abertas, entidade que desde a promulgação da Lei 6.404/76 combateu o instituto da oferta pública de aquisição de ações, que alega que “uma lei federal não pode ser específica:

26. Renato Alessi, *Principi di Diritto Amministrativo*, v. I, Milano, Dott. A. Giuffrè Editore, 1978, p. 232.

27. Ob. cit., pp. 232 e ss.

## VII — Conclusões

O inc. VI do art. 1º da Lei 9.491, de 9.9.1997, declara que o fortalecimento do mercado acionário decorreria do “acréscimo da oferta de valores mobiliários” e da “democratização da propriedade do capital” das empresas integrantes do programa governamental de privatizações. A legislação elaborada em razão do Programa Nacional de Desestatização deveria seguir estas linhas fundamentais.

Talvez até seja possível reconhecer, naquela legislação, providências capazes de, em certa medida, oferecer algum estímulo à oferta de valores mobiliários. Adotando-se como verdadeira, por exemplo, a posição originariamente defendida por Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, mais acima referida, é possível que a exclusão da oferta pública de aquisição de ações estimule um número maior de empresários a abrir o capital de suas empresas. Em tese, também poderiam atuar neste sentido as limitações ao direito de recesso.<sup>31</sup>

Resta saber, porém, quanto às medidas que levam à tão falada democratização do capital. Nas empresas privatizadas, contrariamente ao que se poderia imaginar, democratização e pulverização foram cerceadas em razão de opções governamentais, não apenas por efeito da Lei 9.457/97, mas principalmente em razão das limitações e empecilhos à participação de fundos de pensão nos processos de privatização.

Mesmo nas demais empresas (ou seja, nas empresas que já eram privadas), a possibilidade de democratização do capital acabou sendo sacrificada. A retirada de direitos dos acionistas minoritários tende antes a afastar do que a atrair novos investidores ao mercado. Tampouco poderia criar o tipo de investidor considerado desejável

ou vale para todos ou para ninguém. Temos que deixar de ver a questão sob a óptica das causas próprias, e sim ceder a interesses maiores do país” (*apud* Amália Safatle, “Minoritários — O rigor da lei”, *Revista Carta Capital* 50/71).

31. Nelson Laks Eizirik, ob. cit., p. 69.

para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários como verdadeira opção de financiamento à atividade empresarial.<sup>32</sup>

As concepções albergadas pela Lei 9.457/97 e pelas diversas outras medidas que se seguiram<sup>33</sup> denotam o extremo casuísmo com que tem sido tratada a matéria no Brasil. Não bastando o sacrifício dos direitos dos acionistas minoritários nos processos de privatização, restaram prejudicadas as estruturas que, em um mercado caracterizado pela falta de um modelo claro de desenvolvimento, outorgavam algumas garantias aos partícipes, em uma flagrante demonstração de submissão de uma necessidade já há muito reconhecida a interesses conjunturais.

A maior prova da especificidade das preocupações que levaram à elaboração da Lei 9.457/97 reside nas recentes discussões acerca do substitutivo ao Projeto de Lei 3.115/97, que altera e acrescenta dispositivos nas Leis 6.404/76 e 6.385/76 e de outros projetos que vêm tramitando.<sup>34</sup> Tais discussões passam, dentre muitos outros pon-

32. E esta é uma questão extremamente relevante, ante a importância, no debate norte-americano mais recente, da distinção entre *investors* e *traders* (Carolyn Kay Brancato, ob. cit., pp. 28 e ss. e 178 e ss. e Margaret M. Blair, ob. cit., pp. 122 e ss.). Neste sentido, vale analisar os padrões de crescimento do mercado brasileiro: “embora a importância do mercado de capitais tenha aumentado nos últimos dez anos, predominaram as operações de transferência de propriedade e financiamento do déficit público, em detrimento dos investimentos produtivos... Há outros indicadores desta tendência. O crescimento dos fundos nos últimos anos denota muito mais uma acomodação de investimentos novos — nas privatizações, por exemplo — do que aumento de opção por renda variável, como os jornais costumam destacar. Dos US\$ 14 bilhões de ativos dos fundos de investimentos em abril, só US\$ 1 bilhão se refere a pessoas físicas” (Carlos Drummond, “XV Congresso ABAMEC — Fora da medida”, *Revista Carta Capital* 75/39).

33. Cf. Modesto Carvalhosa, “A nova lei das sociedades por ações e o mercado de capitais”, in Roberto Quiroga Mosquera (coord.), ob. cit., p. 219.

34. Para um histórico da tramitação de tais projetos, com a identificação dos diversos interesses envolvidos e dos percalços para a consecução das alterações pretendidas, cf. Adriana Wilner, “Futuro do

tos referentes à necessidade de reforma da legislação acionária, com a outorga de maiores defesas aos acionistas minoritários (investidores institucionais, conforme já referido), pela consideração da possibilidade de volta da oferta de aquisição de ações prevista no revogado art. 254, remodelada. Resta patente, em todos os debates, a inadequação das alterações procedidas em 1997.

A análise da natureza das escolhas feitas em matéria societária, constantes da Lei 9.457/97, leva a uma consideração final, mais genérica, acerca do modelo de “redução do tamanho do Estado” adotado no Brasil e em alguns outros países. O predomí-

nio dos “interesses públicos secundários” (que tem por objeto a máquina estatal e suas necessidades) sobre aqueles “interesses primários” (no caso, do público investidor, do mercado de capitais como um todo etc.<sup>35</sup>) é sintomático de um modelo de política econômica largamente adotado nos países em desenvolvimento nos últimos tempos, recebido dos países centrais sem maiores críticas, com mais de uma década de atraso e aplicado sem qualquer gradação ou consideração de ordem estratégica. É neste modelo e nas suas inúmeras variantes que se deve buscar a *ultima ratio* das alterações referidas no presente ensaio.

mercado — Painelas de pressão”, *Revista Carta Capital* 122/80 e ss. e Vladimir Rioli, “Reforma da Lei das S/A, para que e para quem”, *Mercado de Capitais* — *ABAMEC* 82/10 e ss. Neste sentido, cumpre verificar ainda as observações de Luiz Leonardo Cantidiano, “Alteração na Lei das Sociedades por Ações — O Substitutivo do Deputado Emerson Kapaz”, in Roberto Quiroga Mosquera (coord.), *Aspectos Atuais do Direito do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2º v., São Paulo, Dialética, 2000, pp. 143 e ss.

35. Valendo destacar, ainda, neste ponto, os interesses dos próprios consumidores de serviços públicos, que de um modo geral também acabaram esquecidos por um grande período, como pode-se depreender da falta de estabelecimento de padrões e regras claras para a prestação dos serviços privatizados, da indefinição do modelo de agências regulatórias ou da tibieza da atuação de tais agências, matérias que, ao que parece, apenas recentemente começaram a chamar a atenção dos entes governamentais brasileiros.