

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
Mestrado em Direito, Relações Internacionais e Desenvolvimento

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS SOCIEDADES
ANÔNIMAS BRASILEIRAS**

DÉCIO CORRÊA LIMA

GOIÂNIA
2011

DÉCIO CORRÊA LIMA

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS SOCIEDADES
ANÔNIMAS BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Pontifícia Universidade Católica de Goiás, sob a orientação do professor Doutor Luiz Carlos Falconi, como requisito parcial à obtenção do grau de Mestre em Direito, Relações Internacionais e Desenvolvimento.

GOIÂNIA
2012

DÉCIO CORRÊA LIMA

**A GOVERNANÇA CORPORATIVA APLICADA ÀS SOCIEDADES ANÔNIMAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada ao curso de Mestrado em Direito, Relações Internacionais e Desenvolvimento como requisito final para a obtenção do grau de Mestre pela Pontifícia Universidade Católica de Goiás. Aprovada aos 10 dias do mês de fevereiro do ano de 2012.

BANCA EXAMINADORA

Orientador (Presidente)
Professor Dr. Luiz Carlos Falconi
Pontifícia Universidade Católica de Goiás

Professor Dr. Nivaldo dos Santos
Pontifícia Universidade Católica de Goiás

Professora Dr. João da Cruz Gonçalves Neto
Universidade Federal de Goiás

GOIÂNIA
2012

*“De tanto ver triunfar as nulidades,
De tanto ver prosperar a desonra,
De tanto ver crescer as injustiças,
De tanto ver agigantar-se o poder nas mãos dos maus,
O homem chega desanimar-se da virtude,
A rir-se da honra,
E ter vergonha de ser honesto...”*

Rui Barbosa

AGRADECIMENTOS

Meus reverenciosos agradecimentos aos grandes Doutores que, ao longo desse período de aprendizado, com sua paciência, estímulo e entusiasmo constantes, souberam me conduzir pelos meandros do mundo jurídico, fazendo com que eu chegasse à luz do conhecimento clareador e palpitante que hoje me oportunizará ser também chamado Mestre.

Meus sinceros agradecimentos aos colegas do mundo das leis – advogados, amigos, estudantes – pelo convívio sempre contributivo, pelos ensinamentos, pelas discussões acaloradas sobre as questões acadêmicas mais diversas, que me permitiram crescimento profissional, moral e uma melhor formação acadêmica.

Meus destacados agradecimentos ao amigo e sempre professor Doutor Luiz Carlos Falconi, meu orientador nessa jornada, que me apontou os caminhos corretos, com a rigidez e a disciplina necessárias à formação de um vencedor, mas com a paciência, a calma e a confiança de um grande mestre.

Meus portentosos agradecimentos ao tempo, à sua passagem nesses anos de mestrado, tão efêmera nas circunstâncias alegres, tão insólita nas situações inusitadas e difíceis, mas tão sábia e curativa, proporcionando-me algo que só se aprende na escola da vida: o amadurecimento.

Meus carinhosos agradecimentos à minha família, principalmente aos meus filhos, que, pacientemente, souberam esperar a chegada do fim dessa jornada, percebendo minha impossibilidade de dar a eles toda a atenção, carinho e presença de que necessitavam, mas sempre sabendo que, perto ou longe, eles estavam sendo lembrados – e veem hoje que os frutos dessa distância estão sendo colhidos.

Meus amorosos agradecimentos à minha querida Marisa, companheira e amiga de todas as horas, pela presença constante e suave, pelo incentivo e pelas críticas, pela doçura do convívio, mas firmeza nas atitudes, e pelo amor sincero que sempre me dedicou.

Meus elevados agradecimentos a Deus, criador dos sonhos, das transformações, das amizades, dos encontros, das oportunidades, do sucesso, da inspiração, da paciência, enfim, meus agradecimentos sublimes a Deus, criador maior de todas as coisas.

Grato.

Dedicatória

Aos notáveis homens das leis, artífices de constantes renovações jurídicas, que tentam alcançar as necessidades e os reais e prementes interesses dos jurisdicionados brasileiros;

Aos homens que fizeram das leis, dos princípios e das regras um escudo de proteção às minorias, salvaguardando direitos inerentes à pessoa humana em situações tão remotas e distantes que somente a lei teria o condão de alcançar;

Aos incansáveis estudiosos das necessidades humanas e de sua regulamentação, sequiosos por justiça e pela manutenção de uma retidão social incontestável, esperançosos intérpretes dos imperativos individuais e coletivos;

A esses sábios juristas, ofertantes da justiça e que trabalham incansavelmente pelo país, procurando diminuir desigualdades e ofertar a cada um o que é seu, antes que o direito inerente ao indivíduo possa se perder e se voltar contra ele mesmo, promovendo-lhe a injustiça;

A todos eles dedicamos!

RESUMO

Impessoalidade dos sócios, personalidade jurídica própria, responsabilidade limitada ao valor da subscrição patrimonial, divisão do capital social em ações são algumas das características das sociedades anônimas atuais, cujas raízes já se encontravam presentes nas antigas *societates vectigalium*, nas companhias das Índias ou em outras reminiscências históricas das sociedades anônimas pelo mundo. No Brasil as S/A só começaram a se destacar com a chegada da Coroa Portuguesa em 1808 e atualmente são reguladas pela Lei n. 6.404/76, modificada pelo texto constitucional de 1988 e pela Lei n. 10.303/2001. A atual legislação contempla investidores institucionais e de poupanças populares, protege os sócios minoritários, amplia a função social das companhias brasileiras, trata do papel da Companhia de Valores Mobiliários - CVM na fiscalização e proteção de investidores, acionistas e do próprio mercado de capitais, dispõe sobre a estrutura interna das S/A, o funcionamento do mercado de capitais, a admissão dos princípios da governança corporativa nas companhias, entre outras coisas. O modelo de governança corporativa seguido pelo Brasil é o nipo-germânico, que destaca a presença dos *stakeholders*, aos quais se aplicam as regras gerais da legislação que preveem princípios de *disclosure*, *fairness*, *compliance* e *accountability*. O mercado acionário brasileiro é hoje composto pelo mercado de capitais comum, que segue as regras disciplinadas na legislação sobre sociedades anônimas, e por um segmento especial da listagem Bovespa (Novo Mercado, Níveis 1 e 2). Esse segmento é especial porque suas regras superam as expectativas da lei, atingindo um grau de excelência em práticas de governança corporativa acima do esperado.

ABSTRACT

The impersonality of the partners, the particular legal personality, the limited responsibility to the value of the subscribed property, the division the stock capital into shares are some of the characteristics of today's corporations, whose roots were already present in the ancient *societates vectigalium*, in the “*companhias das Índias*” or other historic reminiscences of corporations around the world. In Brazil, the corporations only began to stand out with the arrival of the Portuguese Crown in 1808 and are currently regulated by the Law 6,404/76, as amended by the 1988 Constitution Law 10,303/2001. The current legislation covers institutional investors and popular savings, protects minority shareholders, increases the social function of Brazilian companies, deals with the role of the CVM (Comissão de Valores Mobiliários) in the surveillance and protection of investors, shareholders and of the market capital itself, establishes the internal structure of the corporations, the functioning of the market capitals, the admission of the corporate principles of governance in the companies, among other things. The corporate governance model followed by Brazil is the Japanese-Germanic, which highlights the presence of the *stakeholders* to whom the general rules of the legislation which predict *disclosure, fairness, compliance and accountability* are applied. The Brazilian stock market is nowadays composed by the common capital market, which follows the rules disciplined by the law of joint stock companies, and by a special segment listing of Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo) which is the New Market, Level 1 and 2. This segment is special because its rules exceed the expectations of the law, reaching an excellence level of practices in corporate governance beyond the expected.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

ADR – *American Depositary Receipts*

Art. – Artigo

AGE – Assembleia Geral Extraordinária

AGO – Assembleia Geral Ordinária

BACEN – Banco Central do Brasil

BDR – *Brazilian Depositary Receipts*

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

BNDESPar – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social Participações

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CC – Código Civil

CC/1916 – Código Civil de 1916

CF/88 – Constituição Federal de 1988

CMN – Conselho Monetário Nacional

CSN – Companhia Siderúrgica Nacional

CVRD – Companhia Vale do Rio Doce

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

CFC – Conselho Federal de Contabilidade

Dec-lei – Decreto-lei

EUA – Estados Unidos da América

FMI – Fundo Monetário Internacional

FNM – Fábrica Nacional de Motores

IASB – *International Accounting Standards Board*

IBRACON – Instituto Brasileiro de Contadores

IBCA – Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

JK – Juscelino Kubitschek

LCVM – Lei da Comissão de Valores Mobiliários

LSA – Lei de Sociedades Anônimas

LTDA – limitada

n. – número

n° – número

ONU – Organização das Nações Unidas

OPA – Oferta Pública de Aquisição de Ações

PIB – Produto Interno Bruto

S/A – sociedade(s) anônima(s)

SEM – Sociedade de Economia Mista

STF – Supremo Tribunal Federal

STJ – Superior Tribunal de Justiça

TOP VI – Programa de Treinamento de extensão em Mercado de Capitais

US GAAP – *Generally Accepted Accounting Principles in the United States*

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	014
CAPÍTULO I – ASPECTOS HISTÓRICO-EVOLUTIVOS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	017
1.1 SÍNTESE HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS PELO MUNDO.....	017
1.2 O PROCESSO LEGISLATIVO E ECONÔMICO-FINANCEIRO NACIONAL E AS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS.....	028
1.3 CONCEITOS, CARACTERÍSTICAS E PRINCÍPIOS REGENTES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	047
1.4 A RESPONSABILIDADE SOCIAL, OS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS E O CUMPRIMENTO DAS FUNÇÕES SOCIAIS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS.....	056
CAPÍTULO II – INTROITOS CONCEITUAIS, ESTRUTURAIS E CARACTERÍSTICOS DO MERCADO DE CAPITAIS E DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS À LUZ DA LEGISLAÇÃO ACIONÁRIA VIGENTE.....	065
2.1 CARACTERÍSTICAS E CONCEITOS ESTRUTURAIS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS.....	065
2.1.1 Capital social, preço de emissão, responsabilidade limitada estatuto social, valor mobiliário: prolegômenos.....	066
2.1.2 Conceitos e finalidades das sociedades anônimas previstos em lei.....	068
2.1.3 Sociedades anônimas fechadas e abertas e o papel fundamental da CVM no mercado de capitais.....	071
2.1.4 As principais funções da CVM e sua importância na defesa dos minoritários.....	077
2.1.5 A composição e a importância do mercado de capitais para a economia do país: bolsa de valor, mercado de balcão e Bolsa de Mercadorias & Futuros.....	080
2.1.6 Outras modalidades de sociedades anônimas.....	085
2.1.7 Valor mobiliário: conceitos, principais características e classificações das ações.....	089
2.1.8 Os valores que podem ser atribuídos às ações.....	098
2.1.9 Outros valores mobiliários.....	104
2.2 O PROCESSO CONSTITUTIVO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS.....	111

2.3 OS TIPOS DE PODER DE CONTROLE INTERNO DAS COMPANHIAS E AS FORMAS DE PROTEÇÃO ÀS MINORIAS ACIONÁRIAS.....	120
2.4 O FUNCIONAMENTO DOS ÓRGÃOS ESTRUTURAIS DAS COMPANHIAS E A PROTEÇÃO DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	124
2.4.1 Assembleia geral.....	124
2.4.2 Órgãos administrativos.....	133
2.4.2.1 Conselho de administração.....	133
2.4.2.2 Diretoria.....	137
2.4.3 Conselho fiscal.....	142
CAPÍTULO III – OS PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA ADOTADOS PELA CVM E A INTERVENÇÃO ESTATAL COMO FATORES DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS.....	146
3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: HISTÓRICO E NOÇÕES INTRODUTÓRIAS RELATIVAS AO PODER DE CONTROLE DAS COMPANHIAS.....	146
3.1.1 O surgimento da governança corporativa no cenário nacional, o conflito de agência e a necessidade da adoção de suas práticas.....	148
3.1.2 As práticas de governança corporativa e suas funções.....	153
3.1.3 Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil e a adoção “ <i>comply or explain</i> ” pelos códigos de melhores práticas de governanças.....	156
3.2 PRINCÍPIOS REGENTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL....	159
3.2.1 Os princípios da eticidade e da moralidade.....	159
3.2.2 Os princípios do ativismo societário e da proteção ao acionista minoritário.....	161
3.2.3 O desdobramento do princípio da equidade e os mecanismos legais do “ <i>Tag Along</i> ” e “ <i>Drag Along</i> ”.....	166
3.2.4 O princípio da transparência e as responsabilidades e direitos do administrador.....	173
3.2.5 Princípios da razoabilidade e da função social da empresa.....	177
3.3 OS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS FASES: “ <i>SHAREHOLDERS</i> ” E “ <i>STAKEHOLDERS</i> ”.....	180
3.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA CODIFICADA.....	185
3.5 OS ACRÉSCIMOS FEITOS PELA LEI N. 10.303/2001: “ <i>DISCLOSURE</i> ”, “ <i>FAIRNESS</i> ”, “ <i>COMPLIANCE</i> ” E “ <i>ACCOUNTABLY</i> ”.....	187
3.6 AS SITUAÇÕES FÁTICAS DO USO DA GOVERNANÇA CORPORATIVA POR INICIATIVA PRÓPRIA DAS COMPANHIAS: ADR’s, BDR’s E OS	

SEGMENTOS BOVESPA.....	191
3.6.1 Os requisitos para a participação empresária nos Níveis 1e 2 e no Novo Mercado da Bovespa.....	198
3.6.2 Detalhes do processo de alavancagem no Brasil.....	206
3.7 O DETALHAMENTO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO NO BRASIL E SUAS PARTICULARIDADES ANTE A PRÁTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	210
3.7.1 Histórico, conceitos e principais características das ofertas públicas de aquisição...	210
3.7.2 O regime jurídico das ofertas públicas no Brasil e suas principais classificações.....	213
3.7.3 Os princípios e as regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição.....	220
3.7.4 A revisão da regulamentação da OPA´s e as novidades trazidas pela Instrução CVM n. 482/2010.....	225
3.8 A TENTATIVA PROTECIONISTA E ESTATIZANTE QUE PODE ESTAGNAR O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO.....	230
CONCLUSÃO.....	243
BIBLIOGRAFIA.....	248

INTRODUÇÃO

O estudo que se pretende realizar, intitulado “*A governança corporativa aplicada às sociedades anônimas brasileiras*”, tem como tema a análise da proteção jurídica dada às societárias anônimas brasileiras, bem como a importância da governança corporativa aplicada às administrações societárias como fatores de consolidação do crescimento econômico do país.

Justifica-se tal estudo pela sua importância jurídica e econômica no cenário mundial dos negócios, com destaque para o contexto brasileiro. Trata-se de tema atual, cuja relevância pode ser apontada sob os aspectos jurídicos, sociais e econômicos, por tratar das sociedades anônimas, da importância da proteção dos acionistas minoritários, da função da governança corporativa aplicada à administração acionária e do crescimento e abertura econômica do país.

Assim, a motivação particular deste autor para a escolha do tema e a justificativa do estudo do mesmo não se limitam a questões puramente jurídicas, mas estende-se por seu interesse para a sociedade e para a economia brasileiras. É um tema que extrapola a esfera jurídica, observando-se a movimentação e o crescimento econômico do país, a abertura do capital nacional e o papel que uma economia em franco crescimento, como é a brasileira, pode ter no cenário econômico e social internacional.

Diante da amplitude do tema e levando-se em conta sua relevância, necessária é sua delimitação. Dessa forma, a pesquisa se limita à análise parcial da legislação atual que disciplina o funcionamento das sociedades anônimas brasileiras e os aspectos destacados de governança corporativa que se evidenciam ao se analisar uma proteção mais ampla e clara das minorias societárias, dos pequenos investidores e de sua importância prevalente para fomentar o crescimento econômico e social do país.

Nesse vasto assunto, a problemática maior a ser resolvida é a importância da governança corporativa para as sociedades anônimas, seus reflexos de liberalidade e controle estatal através da regulação e supervisão, a estabilidade do acionista minoritário e o pequeno investidor, o confronto com a legislação atual e os aspectos ideais de governança corporativa.

Pergunta-se então se a legislação acionária vigente contempla todos os aspectos da governança corporativa necessários à proteção do acionista minoritário dentro das sociedades anônimas e ao mesmo tempo se são suficientes para alavancar a continuidade do crescimento

econômico brasileiro atual? Essa é a questão central que a pesquisa e o estudo programático do tema objetivam analisar e responder.

Desse modo, o objetivo principal da pesquisa é o de demonstrar a importância da governança corporativa e de sua gradual implementação – tanto na teoria legislativa quanto na prática do mercado de capitais – para o crescimento das companhias brasileiras, sua efetiva adesão ao mercado internacional de capitais e a consequente abertura econômica do país.

Na abordagem do conteúdo proposto, esta pesquisa acadêmica adota o método dedutivo, que parte das teorias já estabelecidas por vários autores, com base em referências bibliográficas e não na análise empírica e de campo. O método dedutivo é o mais adequado a estudos bibliográficos, a cotejos e análise de coletâneas variadas, estabelecendo-se relações entre os textos já existentes e estudados e a situação social, econômica e jurídica em que se insere o tema abordado.

A motivação principal para a escolha do tema a ser dissertado é a sua abrangência não só jurídica, mas também social e econômica, para o crescimento e a abertura do cenário econômico do país. As sociedades anônimas são o grande cartão postal de uma economia globalizada, moderna e inserida no mercado internacional, daí a necessidade de se proteger seus componentes atuais (acionistas) e futuros (investidores), principalmente aqueles que se colocam como a parte mais frágil numa disputa tão acirrada como é a do mercado internacional de capitais.

A pesquisa tem como principais referenciais teóricos Marcelo Bertoldi e Écio Perin Júnior, que apontam caminhos alternativos e estratégicos na defesa legal e supralegal dos acionistas minoritários pela atual legislação vigente no Brasil. E ainda Milton Nassau Ribeiro, que sintetiza essa defesa das minorias através da análise principiológica da governança corporativa aplicada à legislação e ao mercado de capitais brasileiro.

Na abordagem de tal conteúdo, o estudo a ser detalhado adiante estrutura-se em três partes principais. A primeira delas trata de um apanhado histórico e evolutivo das sociedades anônimas pelo mundo e mais especificamente pelo Brasil. A importância maior ou menor dessa visão histórica para a compreensão dos institutos atuais das sociedades anônimas será demonstrada ao longo da pesquisa, o que dará maior aprofundamento ao cotejo histórico-evolutivo das S/A.

Na segunda parte, a pesquisa se atém à análise estrutural das sociedades anônimas. São apresentados seus conceitos, características, constituição, principais órgãos e seu funcionamento. Esse capítulo versa mais sobre os aspectos estruturais de como a legislação brasileira atual percebe a conformação das sociedades anônimas brasileiras e as disciplinas.

Por fim, a terceira parte, fundamental ao fechamento da delimitação do tema, aborda os aspectos da governança corporativa e sua influência na legislação e na prática societária atual no Brasil. Trata da governança corporativa, suas funções, seus modelos, seus princípios, sua importância na administração de uma sociedade anônima – e de tudo que essa administração sob a batuta da governança corporativa pode trazer em benefício das sociedades anônimas brasileiras.

Toda essa estrutura de formalização dissertativa da pesquisa segue as normas e regras estruturais próprias da PUC-GO, que se embasam nas regras gerais da ABNT sobre trabalhos e pesquisas científicas.

CAPÍTULO I

ASPECTOS HISTÓRICO-EVOLUTIVOS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

“La società commerciale di oggi affonda Le sue radici nel primordiale diritto della ‘societas’. Secoli e secoli sono passati, dando origine a forme più progredite e sottili, ad organismi giganteschi, nella variazioni sensibili dell’economia, ma la trama spirituale della società è perenne e cristallina...”

*Lorenzo Mossa
(Trattato del nuovo diritto commerciale, Padova, CEDAM, v. II, 1951)*

1.1 SÍNTESE HISTÓRICA DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS PELO MUNDO

As relações mercantis, comerciais, de troca, de escambo, ou qualquer que seja a denominação que se queira dar, remontam aos primórdios da humanidade, desde que o homem se tornou um ser social e percebeu a mínima necessidade de adquirir aquilo que não conseguia retirar da natureza ou produzir como fruto de seu trabalho.

A alta antiguidade e mesmo a Antiguidade Clássica, até a Grécia Antiga não trouxeram significativa contribuição para o Direito no que concerne a qualquer regulamentação das práticas de comércio e das sociedades em geral. Como bem aludiu Wilson de Souza Campos Batalha, em sua obra *Sociedades anônimas e mercado de capitais*, “tanto no Direito da alta antiguidade, quanto no Direito grego, a sociedade representava apenas uma comunhão de interesses, não desvinculada de seus participantes e não guindada à personalidade jurídica”.¹

Apesar de não haver vestígios significativos dos rudimentos das sociedades anônimas nesse período histórico, as relações comerciais já se encontravam disciplinadas. Entretanto, ainda não existia um direito comercial ou empresarial; entre os povos primitivos todas as relações eram regidas pelo direito civil comum, como bem asseverou o professor Waldemar Martins Ferreira em sua obra *Tratado de direito mercantil brasileiro*:

Embora, na antiguidade, e sempre, se praticasse o comércio, fatalidade econômica a que povo algum jamais deixou de pagar tributo, a sua disciplina jurídica não se fez por leis especiais. Não existia distinção entre o comercial e o civil. Regulava o

¹BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973, p. 9.

direito civil, como direito comum, as operações comerciais por todos os povos praticadas. Vestígios delas, entretanto, se encontram nas mais antigas coleções de leis, desde as mais remotas.²

Dentre essas várias leis, pode-se destacar no Oriente o livro das leis de Manú, que trazia os primeiros institutos mercantis, que hoje seriam equiparados ao contrato de câmbio marítimo, também denominado de empréstimo a risco. O Código de Hamurabi trouxe normas religiosas, morais, políticas e jurídicas dos assírios, tratando de relações negociais, contratos mercantis, de transporte, da divisão de bens móveis e imóveis, dos salários de certos profissionais e seus honorários, etc.

Maior audácia comercial e maior expressividade tinham hebreus, egípcios e fenícios. Os fenícios tinham um intenso comércio e vários tipos de indústrias e fábricas, como as de vidro e tinta, e conseguiam espalhar seus produtos por todo o litoral mediterrâneo, criando inclusive colônias na Itália, Sardenha, Espanha e África, através do uso da navegação mercante.

O ápice desse comércio chegou com a Grécia antiga. Os comerciantes gregos tinham prestígio e importante papel social, chegando a organizar tribunais especiais para a solução das questões contratuais controversas, sendo consideradas rigorosas as leis atenienses com aqueles que não cumprissem à risca o estipulado nos contratos ou que violassem a boa-fé do comércio.

A importância dada às relações comerciais na Idade Antiga era significativa, entretanto, nenhuma dessas civilizações tratou o tema e o disciplinou como o fez o Direito Romano, pois é neste que se encontram os primeiros reflexos das hoje denominadas sociedades anônimas, com personalidade própria. Até então o patrimônio e a importância da pessoa do comerciante estavam intimamente ligados, ou seja, não havia independência entre o patrimônio pessoal do comerciante e o patrimônio de seu comércio. A noção de sociedade entre vários comerciantes e a ideia de um patrimônio indivisível, apartado do patrimônio particular dos sócios, com vida própria e suas próprias regulamentações surgiu a partir do Império Romano.

Assim, foi mesmo no Direito Romano que as sociedades passaram a ter um caráter mais impessoal, não chegando a ser inicialmente uma pessoa jurídica, mas um aglomerado de bens, um fundo patrimonial indivisível, que pertencia aos sócios, mas que não se comunicava diretamente com o patrimônio pessoal destes. Sua natureza era a de um contrato consensual

²FERREIRA, Waldemar Martins. *Tratado de direito mercantil brasileiro – parte geral*. Vol. I. São Paulo: São Paulo Ltda., 1934, p. 116.

feito entre os sócios, cujos bens se tornavam *pro indiviso* aos sócios, daí não se poder analisar essa primeira noção de sociedade como sendo uma pessoa jurídica, mas como contrato sinalagmático indivisível e organizado de boa-fé entre os sócios detentores daquele patrimônio.

As fontes romanas, que possibilitaram a pesquisa doutrinária e histórica existente atualmente, já faziam menção a uma classificação dessas sociedades com cinco tipos distintos: a) *societas universonum bonorum* (sociedade universal de todos os bens); b) *societas universonum quae ex quaestu veniunt* (sociedade universal dos ganhos auferidos); c) *societas negotiationis alicujus* (sociedade constituída para algum negócio determinado); *societas rei unius* (sociedade na qual se põe em comum a todos os sócios algum ou alguns objetos determinados); e, por fim, a mais importante delas, considerada como sendo o precedente histórico mais próximo das atuais S/A (sociedades anônimas): as chamadas *societates vectigalium* ou *societates publicanorum*.³

Vectigalium eram os tributos que o Estado arrecadava dos cidadãos romanos. Publicanos eram aqueles cidadãos romanos, geralmente de posses, que conseguiam uma autorização especial do Estado para arrecadar esses tributos, mas não em nome do Estado e sim em seu próprio nome. A relação que os publicanos tinham com os demais cidadãos era completamente privada, não existindo mais a presença do Estado ou de funcionários seus. Os contribuintes tornavam-se devedores dos publicanos, que, geralmente, constituíam sociedades para melhor exercer essa atividade de arrecadação.

As *societates publicanorum vel vectigalium*, constituídas pela reunião desses cidadãos romanos investidos de grandes poderes conferidos pelo Estado, ficaram notoriamente conhecidas por sua cupidez, truculência e excessos praticados por seus componentes. Os publicanos eram temidos e detestados pelo povo, por sua audácia, agressividade, ganância, crueldade e pelos métodos implacáveis de arrecadar, a qualquer custo, os tributos dos cidadãos romanos.

Pela grande maioria da doutrina, essas sociedades de publicanos, na Roma Antiga (*societates vectigalium*), foram as primeiras que apresentaram certas características que as diferenciavam das demais formas societárias e que as aproximavam do atual conceito de sociedades anônimas. Wilson Batalha, ao tratar com mais vagar das *societates publicanorum vel vectigalium* e de suas particularidades, demonstrou claras características que justificam essa posição doutrinária majoritária, *in verbis*:

³*Op. cit.* p. 10.

Em primeiro lugar, as *societates vectigalium* eram dotadas desde longo tempo, de personalidade jurídica, Gaius menciona esse detalhe no *Digesto*, Livro III, tít. IV (...).

Em segundo lugar, dotadas de personalidade jurídica, as sociedades de publicanos não se dissolviam pelo simples falecimento de um dos sócios. As demais sociedades, celebradas *intuitu personae*, privadas de personalidade própria, dissolviam-se com a morte de um dos sócios, a menos que o contrato social houvesse previsto sua continuação com os sócios remanescentes; (...) este princípio aplicava-se às sociedades privadas, ao passo que as *societates vectigalium* permaneciam não obstante a morte de algum dos sócios.

(...).

Por outro lado, os sócios das *societates vectigalium* poderiam alienar sua quota social (...).

A distinção entre os bens dos sócios e os da *societas vectigalium*, acarretando a consequência de que as dívidas da sociedade não constituíam dívidas dos sócios, implicava a limitação da responsabilidade. Ao seu turno, as vicissitudes que pudessem atingir a vida dos sócios individualmente não seriam de molde a afetar a sociedade, ao contrário do que ocorria com as demais sociedades, que se dissolviam com a *capitis deminutio maxima* de um dos sócios ou pelo confisco de seus bens (*Digesto*, Livro XVII, tít. II, *pro socio*, frag. 4 de MODESTINUS, parág. 1º e frag. 65 de PAULUS, parág. 12).⁴

As configurações das características do que viria a ser as atuais sociedades anônimas restam claras, estampadas nas *societas vectigalium*. Estas não se dissolviam com a morte de um dos sócios, tinham personalidade jurídica própria e, portanto, patrimônio. Mas o principal: poderiam ter suas quotas alienadas, como as ações em S/A, atualmente, e limitavam a responsabilidade dos sócios publicanos que a constituíam.

Esse modelo societário durou até o século V, período no qual foi definitivamente substituído pelos *conductores operis faciendi*, que mais tarde acabaram se tornando funcionários do império.

Apesar de as *societates vectigalium* serem, naquela época, as únicas com traços semelhantes a algumas características das atuais S/A, muitas diferenças ainda existiam entre elas. Assim, pode-se afirmar que foram as primeiras semelhanças encontradas, mas longe estão de receber o título de antepassadas das S/A, pois meras semelhanças não consolidam uma base suficiente para esse tratamento. Inegável é, entretanto, a sua importância ao se traçar um esboço histórico acerca do tema.

Desde as últimas *societates vectigalium*, no século V, mil anos se passaram, e no século XV, mais precisamente no ano de 1407, em Gênova, era fundado o Banco de *San Giorgio*, considerado, pela doutrina, o primeiro exemplo daquilo que viria a ser mais tarde a primeira S/A do mundo. Essa entidade ultrapassou séculos, se estendendo até 1799, fim do século XVIII, que trazia uma realidade para as sociedades anônimas e para a economia mundial muitíssimo diferente que a do século XV (fim da Idade Média).

⁴*Op. cit.* p. 11 e 12.

Wilson Batalha explicou como se deu o surgimento do Banco de *San Giorgio*:

A República de Gênova emitira, desde o século XII, empréstimos de renda perpétua ou vitalícia, sob forma de títulos transferíveis, igualmente fracionados (*loca*), garantidos por fundos (*montes profani*) supridos por impostos. Em princípios do século XIV, organizou-se uma representação de credores para gestão desses fundos. Em 1408, todos os antigos empréstimos foram consolidados, inclusive os necessários em decorrência das guerras contra Veneza.

Não podendo resgatar sua dívida, a República entrou em composição com os portadores dos títulos. Abandonou-lhes, para liberar-se, certa espécie de contribuições e concedeu-lhes o privilégio de emissão de bilhetes de banco. Os títulos de credores (*loca montium*) foram convertidos em títulos de sócios (*loca comperarum*).⁵

O Banco de *San Giorgio*, para Wilson Batalha, em razão de emitir esses títulos de sócios, é considerado aquilo que mais tarde seria a primeira sociedade anônima de que se tem notícia. Entretanto, o próprio doutrinador fez menção em sua obra a doutrinadores contrários a sua afirmação, que inegavelmente não apontavam o banco como exemplo perfeito de sociedade anônima, como se observa:

JEAN ESCARRA (*Manuel de Droit Commercial*, vol. I, 1974, pág. 262) nega que o Banco de *San Giorgio* tivesse perfeitas características de sociedade anônima. A seu ver, os credores formaram apenas uma sociedade de portadores de títulos de empréstimo público. E acrescenta: se fosse necessário pesquisar uma comparação entre a *Casa di San Giorgio* e as modernas sociedades por ações, seria nas associações dos portadores de títulos de empréstimo, nas sociedades de obrigacionistas que se poderiam encontrar os elementos de comparação. É certo que, muito mais tarde, a *Casa di San Giorgio* se tornou banco do Estado e depois uma companhia colonial e, nesse momento, assumiu alguma semelhança a uma sociedade anônima. Mas, em sua origem, não foi uma sociedade comercial, nem uma sociedade anônima. Constituiu simplesmente uma associação de portadores de títulos de empréstimo público e como tal permaneceu, porque seu papel de banco de Estado e de companhia colonial foi meramente episódico. Cf. também: TULLIO ASCARELLI, *Sociedades y Asociaciones Comerciales*, trad. SENTIS MELEDO, 1974, pág. 250.⁶

Importantes também são as lições de Fábio Ulhoa Coelho, que, em seu *Curso de direito comercial*, tratou especificamente desse momento histórico fazendo menção à complexidade de mecanismos administrativos e construtivos, que já nessa época existiam nessas sociedades, ainda muito distantes das atuais sociedades anônimas, mas que começavam a demonstrar características do que viriam a ser as S/A do século XXI:

No Renascimento, cidades italianas desenvolveram complexos mecanismos de financiamento da atividade estatal, que se concretizavam pela emissão de títulos, cujo pagamento era garantido pela arrecadação futura de tributos. A administração

⁵*Op. cit.* p. 13.

⁶*Op. cit.* 13 e 14.

tributária – tarefa atualmente exclusiva do estado – era, em parte, exercida pelos credores dos títulos públicos para garantir a sua liquidação. Em outros termos, esses credores tinham que se organizar para a gestão da garantia, isto é, para a fiscalização do recolhimento dos tributos, cobrança dos inadimplentes, etc. Quando, no início do século XV, a República de Gênova empreendeu guerra contra Veneza, ela fez uso desse mecanismo para renegociar dívidas existentes e levantar novos empréstimos, de modo a arcar com as despesas da empresa bélica. A associação dos credores, surgida na oportunidade, denominada *Officium Procuratorum Sancti Georgii* (Casa de São Jorge), constituiu-se numa grande instituição financeira, que operou até primórdios do século XIX.⁷

Por isso se diz que a origem das sociedades anônimas é tão polêmica e controvertida. Pois há os que acreditem que essa origem se deu de forma rudimentar já no Banco de *San Giorgio*, citado por Fábio Ulhoa e outros doutrinadores, outros acreditam que foi mais tarde, somente quando esse banco se tornou uma companhia colonial. Como bem observou Gustavo Tepedino, em sua obra *Código Civil Interpretado – conforme a Constituição da República*, os comentários quanto à origem das S/A no mundo são variados:

A origem das sociedades anônimas apresenta-se controvertida. Alguns autores atribuem-na às *societates vectigalium* ou *societates publicanorum* romanas, enquanto outros defendem que as sociedades anônimas consistiriam em mero desenvolvimento das sociedades em comandita. Também se controverte quanto à primeira sociedade anônima fundada, afirmando-se alguns se tratar do Banco de São Jorge, fundado em Gênova, em meados de 1407, e, outros, da Companhia das Índias Ocidentais, criada em 20 de março de 1602.⁸

Como bem observaram os autores, o histórico das S/A pelo mundo, suas origens, as primeiras S/A existentes e outras questões que cercam o tema são mesmo doutrinariamente controvertidas. Essa controvérsia se dá exatamente porque as S/A atualmente possuem um complexo sistema de formação e características muito particulares, e nem toda essa complexidade encontrava-se presente nas *societates vectigalium* ou mesmo no Banco de *San Giorgio* e até mesmo nas companhias coloniais.

Entretanto, é inegável que todos esses momentos históricos, todas as pequenas características semelhantes às das atuais S/A, colhidas aqui e ali, no decurso da história, garantem hoje a formação coesa e coerente de um estudo histórico e evolutivo do tema. Tanto as *societates vectigalium* quanto o Banco de *San Giorgio*, como as companhias coloniais, possuíram características presentes hoje nas S/A do mundo todo. E somente isso já seria suficiente para inserir esses nomes e contextos históricos na “história da vida” das S/A.

⁷*Op. cit.* p. 60.

⁸TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Cecília Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Vol. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 261.

Alguns autores assinalam ainda semelhanças entre o condomínio naval e a sociedade anônima, em razão das similitudes existentes entre as quotas das companhias navais e as ações nas S/A e afirmam ser estes os primeiros resquícios encontrados das sociedades anônimas organizadas.

Aqui surgia – após a grande crise dos séculos XIV e XV, com a Guerra dos Cem anos, entre França e Inglaterra, com a peste negra e com outros acontecimentos históricos marcantes – um período de expansão marítima na Europa, principalmente entre Portugal e Espanha – período no qual ocorreram as grandes colonizações na América do Sul, inclusive no Brasil. Gênova e Veneza, que guerrearam por décadas, estavam em crise quando da fundação do Banco de *San Giorgio*, no século XV. Chegava o fim da Idade Média e o início da Idade Moderna com um sistema de transição que promoveu a revolução comercial e o mercantilismo, dos quais faziam parte as gigantescas companhias navais.

Foi a grande tentativa da mudança a serviço da permanência, como bem observaram os historiadores Cláudio Vicentino e Gianpaolo Dorigo:

O Antigo Regime dominante em quase toda a Europa durante a Idade Moderna caracterizava-se pela combinação de elementos tipicamente feudais com outros surgidos do desenvolvimento comercial. Assim, as seculares tradições políticas, sociais e econômicas remanescentes da velha ordem feudal foram se mesclando aos interesses de uma burguesia cada vez mais atuante e promovendo modificações nas antigas relações. Nesse período os reis tentaram preservar o *status* político da nobreza, ao mesmo tempo em que acomodavam, na estrutura de poder vigente, os interesses da burguesia comercial, cujas finanças se mostravam cada vez mais necessárias aos negócios do Estado. Em decorrência disso, essas mudanças, antes de significarem uma profunda ruptura com o passado, representaram a permanência das antigas hierarquias, que mantinham vastos setores da população européia à margem do poder.⁹

Com isso, o período entre os séculos XV e XVIII, período denominado Idade Moderna ou Antigo Regime, consolidou o chamado capitalismo comercial ou mercantil, abrindo, vagarosamente, espaços políticos e econômicos para comerciantes e banqueiros. Surgindo daí as grandes companhias das Índias na Inglaterra, França, Holanda e outros países europeus. O absolutismo até então vigente foi aos poucos dando lugar ao despotismo esclarecido e à burguesia com títulos de nobreza.

E foram essas características políticas, sociais e principalmente econômicas que compuseram, pela burguesia, com autorização do Estado, as grandes companhias formadas por ações (quotas), caracterizando-se assim as primeiras grandes sociedades anônimas. Essa modalidade de divisão do capital social em ações e do momento histórico-econômico,

⁹VICENTINO, Cláudio; DORIGO, Gianpaolo. *História geral e do Brasil*. São Paulo: Scipione, 2008, p. 148.

juntamente com o crescente capitalismo mercantil, fizeram com que o restante da doutrina entendesse que as companhias foram as reais e primeiras sociedades anônimas reconhecidas historicamente. Nessa guisa, insta analisar as lições de Wilson Batalha:

Foi, porém, através do desenvolvimento da política colonial nos séculos XVI e XVII que surgiram os grandes empreendimentos revestidos da forma característica de sociedades anônimas, pessoas jurídicas às quais se atribuíram relevantes funções públicas. Citam-se, a propósito, a *East India Company*, criada na Inglaterra, mediante carta real, em 1600, como um dos exemplos típicos de *Joint-Stock Company*; (...) a Companhia Holandesa das Índias Orientais (1602), a Companhia Inglesa das Índias Ocidentais (1612), a Companhia Holandesa das Índias Ocidentais (1621), a Companhia das Ilhas da América (1626), as Companhias Francesas das Índias Ocidentais e Orientais (1664), a nova Companhia das Índias (criada por LAW em 1717) e a *Compagnie Générale pour les Assurances et prêts à La grosse aventure* (1686).¹⁰

Como se observou, as companhias eram órgãos semipúblicos que se constituíam através de concessões oferecidas pelo Estado aos particulares que as solicitassem e tivessem a condição de explorá-las a fim de obter lucro. Parte desse lucro ficava para o Estado, tendo o conceito de ação (quota) nascido nesse contexto, mais particularmente na Holanda. Além de terem seu capital dividido em ações, as companhias também possuíam personalidade jurídica e patrimônio próprios. Esse capital era fixo e negociável somente através dessas ações. Os acionistas tinham responsabilidade limitada perante esse patrimônio, portanto.

E era desse modo que o Estado se sustentava e ainda se mantinha de pé. Pois era ele quem possuía os títulos de nobreza tão cobiçados pela burguesia, mas era esta que possuía o grande poderio econômico que sustentava a nobreza e o clero falidos financeiramente. Esse era o panorama da economia mundial na Idade Moderna.

O professor Waldermar Ferreira, em sua obra *História do Direito Brasileiro*, fez importantes considerações sobre o papel das companhias européias no processo evolutivo e histórico das S/A pelo mundo, *in verbis*:

No estado atual das indagações históricas, ninguém mais duvida de que a moderna sociedade anônima se filia diretamente às companhias holandesas de comércio e colonização, constituindo o natural desenvolvimento daquelas poderosas empresas. Se os alemães propenderam por divisar nela origens germânicas, mescla da *Reederei* e *comenda*; se os franceses também têm-nas encontrado nas velhas sociedades moageiras, entre as quais se destacam as dos moinhos de Tolosa e se os italianos foram buscar-lhe as origens, uns nas *societates publicanorum* romanas, outros nas *Maones*, que tomaram parte ativa nas incursões genovesas, de colonização, como a de Ceuta (1234-1235) e nas *Compere* ou *Montes*, nascidas nas práticas fiscais do norte da Itália, se não no Banco de S. Jorge, fundado em Gênova em 1407 – de qualquer modo é certo, no asserto de A. SCIALOJA, que “as companhias holandesas

¹⁰*Op. cit.* p. 14.

assinalam o ponto de partida do grande desenvolvimento das sociedades por ações nos séculos XVII e XVIII, de primeiro em cada país dedicadas às empresas coloniais (que foram as primeiras empresas a reclamarem grandes capitais), ao depois e pouco a pouco objetivando os mais variados escopos (seguros, manufaturas, bancos, minas, etc.). Mesmo na Itália se deparam casos de sociedades por ações no século XVII: constitui-se em Piemonte, em 1816, uma tal sociedade para o tráfico da seda em Portugal. Caminhou-se, no entanto, gradativamente, compondo, mesmo nas particularidades, o tipo moderno de sociedade por ações; mas, como as sociedades por ações se constituíam e regulavam por via de ato soberano do Estado, delas não se ocupou a Ordenação francesa de 1673 e até ao século XIX elas não foram objeto de ordenação jurídica geral.¹¹

Nos séculos XVII e XVIII as sociedades anônimas já estavam completamente configuradas. E o fim das monarquias absolutistas, iniciado com a Revolução Gloriosa na Inglaterra, em 1688, o primeiro marco da ascensão da burguesia que começaria nas próximas décadas, se aproximava cada vez mais. O mundo passava por uma transformação significativa e o comércio impulsionava tudo isso com as grandes navegações e o grande poderio econômico de Inglaterra, França, Holanda e outros países que se destacaram na época.

Nas Américas, a Inglaterra lutava com sua própria colônia, que exigia independência a qualquer custo e que promovia ideias revolucionárias e democráticas. A independência das treze colônias e a formação dos EUA (Estados Unidos da América) se deu em 1776 e só impulsionou ainda mais o fortalecido comércio europeu.

Poucos anos depois explodiria, em 1789, a Revolução Francesa, também considerada a Revolução do Terceiro Estado. A burguesia detinha, em razão das práticas comerciais, o poderio econômico, mas não possuía títulos e leis que protegessem essa classe social. Em uma manobra histórica, a burguesia inflamou o povo, faminto e sedento de mudanças, contra uma nobreza e um clero implacáveis com os seus governados. A miséria, a fome, as doenças e a insatisfação popular culminaram com a revolta popular manobrada pela elite burguesa, que, após a Revolução Francesa, passou a ter mais privilégios, inclusive com a autorização legal (Lei de 30 brumário, ano II) para a constituição de sociedades anônimas sem nenhum tipo de imposição de regras para sua formação, organização ou funcionamento.

Em 1751, em plena explosão do liberalismo econômico – versão mais pura do capitalismo até então existente –, surgia, através da doutrina do Marquês de Argenson, a expressão que imortalizou o capitalismo liberal e a total liberdade privada de contratar: *laissez faire, laissez aller, laissez passer*,¹² que significa literalmente "deixai fazer, deixai ir, deixai passar". Era o axioma da burguesia europeia. Era o que representava a vontade econômica

¹¹*Op. cit.* p. 29 e 30.

¹²*Laissez-Faire, Laissez-Passer*: Palavra de ordem do liberalismo econômico, cunhada no século XVIII pelos fisiocratas franceses, proclamando a mais absoluta liberdade de produção e comercialização de mercadorias. Em tradução direta significa "deixar fazer, deixar passar". Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

daquele período histórico: que o Estado deixasse a burguesia, o capitalismo, as transações comerciais, o mercantilismo fazerem, passarem, acontecerem, irem livremente, sem impedimentos, sem interferência, autonomamente.

Esse momento histórico, de intenso comércio, de ampla e irrestrita defesa à propriedade privada, de total liberdade para contratar, foi o momento que configurou a existência das grandes companhias, dos grandes bancos e, portanto, das primeiras grandes sociedades anônimas. A importância de se compreender as características desse momento histórico é ímpar, singular, pois nele não há espaço para minorias, não há defesa para os menos favorecidos.

De um lado estava o poderio dos nobres e do clero, detentores dos títulos e da tradição. Do outro, estavam a burguesia, os comerciantes, os grandes empreendedores, as grandes sociedades anônimas, detentoras do poder econômico, que só pensavam em aumentar ainda mais seus lucros. Já a população, o povo, os pequenos comerciantes eram esmagados por um capitalismo desenfreado e pela total falta de leis que protegessem as minorias e os hipossuficientes dentro desse jogo de poder.

Foi também no século XVIII que aflorou o pensamento iluminista. John Locke, precursor das ideias iluministas e racionais, teve seguidores que muito contribuíram para o apogeu do liberalismo político. Voltaire se concentrou nas questões relativas à reforma política, Montesquieu tratou de buscar a consumação da superação do absolutismo, criando três poderes diferenciados, independentes e harmônicos, descentralizando assim o poder monárquico e superando o absolutismo.

Por fim Rousseau, que mais radicalmente falava na quebra total, através da revolução, dos elos que ligavam a Coroa ao restante da população, chegou a pregar que a vontade coletiva seria mais importante que a vontade individual, fazendo severas críticas à propriedade privada. Suas ideias mais tarde seriam amplamente aceitas, porém naquele momento histórico o poderio econômico, a propriedade privada e as grandes sociedades anônimas cresciam e evoluíam, e o capital que estava aos poucos sendo acumulado seria o grande responsável por outra grande revolução pela qual o mundo passaria em breve: a Revolução Industrial, não sendo, portanto, o momento histórico apropriado para falar em direitos coletivos.¹³

Necessitando de mercado consumidor, Inglaterra, França e outros países que comandavam o comércio em pleno século XVIII e XIX exigiam colônias independentes e o fim da escravidão. Naquele momento histórico, pressionado pela Inglaterra, Portugal acabou

¹³VICENTINO, Cláudio & DORIGO, Gianpaolo. *História geral e do Brasil*. São Paulo: Scipione, 2008, p. 223.

por ter que ceder a Independência do Brasil, que de maneira protocolar ficou sendo comemorada na data de 07 de setembro de 1822. Outras revoluções foram feitas na época, mas foi mesmo a gradativa mudança tecnológica ocorrida na Europa e o grande acúmulo de capital que propiciaram a Revolução Industrial.

Sobre o papel das sociedades anônimas no processo da Revolução Industrial, válida é a lição de Wilson Batalha:

A sociedade anônima foi o instrumento indispensável à acumulação de capitais para os grandes empreendimentos exigidos pela revolução industrial. (...) não é por acaso que esse instrumento jurídico foi empregado desde o nascimento da grande indústria; é necessário para certas explorações uma tal acumulação de capitais que seria indispensável criar a forma jurídica conducente à possibilidade de sua reunião. Se se quisesse passar sem a sociedade anônima, seria preciso dispensar também o alto forno, a máquina a vapor, a força hidroelétrica. O jurista é um servidor da economia. Pediram-lhe o meio de juntar capitais necessários à criação e à vida das grandes empresas. Ofereceu a sociedade por ações.¹⁴

Com essa análise, podem-se perceber as principais características de uma sociedade anônima: impessoalidade, injeção de capital, responsabilidade limitada dos sócios e divisão do capital social em ações. E por essas características as sociedades anônimas foram financeiramente responsáveis pelo acúmulo de grande capital que pôde ser investido na indústria já no final do século XVIII.

Nessa época, as sociedades anônimas, além de serem um instrumento com grande poder de reunir capital dos grandes investidores, também já concentravam parte das economias populares. E, por essas características, por vezes se tornava alvo de especulações, fraudes e outros tipos de vícios. Por isso com frequência a intervenção jurídica e legal se fazia necessária com o intuito de proteger principalmente os pequenos acionistas contra abusos diversos. Esses acionistas não detinham poder algum e ficavam sempre à mercê da malícia de grupos da sociedade detentores de maior poder. Naquela época não havia, como atualmente, leis específicas que protegessem essas pequenas minorias e assim várias irregularidades podiam ser observadas, como apontou Wilson Batalha:

As modalidades de “aguagem” de capital, os abusos na fixação de remunerações a administradores, a emissão irregular de ações, a distribuição de dividendos fictícios e outros aspectos exigiram a pronta intervenção do legislador, aliás nem sempre bem sucedida.¹⁵

¹⁴ *Op. cit.* p. 29.

¹⁵ *Op. cit.*, p. 30.

Em várias situações esse controle foi impossível. Por mais que o legislador tentasse a todo custo proteger as poupanças populares, os acionistas minoritários, os pequenos investidores, esses sempre foram desfavorecidos em detrimento da vontade dos detentores e dirigentes das sociedades anônimas. Atualmente, a situação se modificou um pouco; as leis se aprimoraram, a fiscalização aumentou, mas os abusos, as fraudes e os problemas que prejudicam as minorias nesse tipo de sociedade ainda persistem.

Apesar de tudo, é inegável a importância das S/A não só no processo de industrialização, mas no crescimento econômico, político e social dos últimos séculos. Como bem analisou Wilson Batalha, sem essa modalidade empresarial o capitalismo moderno estaria comprometido, mas controlar o domínio do mercado de capitais, as especulações, a tentativa da supressão da concorrência, as diversas modalidades de fraudes contra credores e contra pequenos investidores não tem sido fácil, mesmo nos dias atuais. Promover e salvaguardar a livre concorrência são intuitos do legislador – que sempre tenta se colocar à frente de qualquer modalidade de injustiça no setor –, mas tem sido uma dificuldade e tem por vezes gerado as incertezas e os riscos tão próprios das sociedades anônimas atuais.

1.2 O PROCESSO LEGISLATIVO E ECONÔMICO-FINANCEIRO NACIONAL E AS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

A evolução histórica das sociedades anônimas no Brasil pode ser observada através dos acontecimentos políticos e sociais que ocorreram desde que o Brasil foi colonizado por Portugal. Enquanto colônia de Portugal o Brasil não possuiu nenhuma sociedade anônima própria, mas apenas em nome ou como fruto de sua metrópole. No entanto, mesmo antes do processo de independência brasileiro, o forte comércio regional já se destacava, pois o Brasil era uma rica colônia da exploração portuguesa.

Em 8 de março de 1649, Portugal instituiu no Brasil a Companhia da Junta do Comércio, também denominada Companhia Geral do Comércio para o Estado do Brasil. O professor Waldemar Ferreira, em sua obra *História do Direito Brasileiro*, demorou-se um pouco mais nesse ponto específico da história das S/A no Brasil. Salientou em sua obra que o capital social da Companhia poderia ser subscrito por qualquer pessoa com o capital mínimo de 20 cruzados. A Companhia teria a duração de 20 anos, podendo ser esse prazo prorrogado por mais 10 anos, sendo que seus objetivos comerciais envolveriam diretamente as naus de

guerra, inclusive nas praças e portos ocupados pelos holandeses na época. Algumas cláusulas do decreto que criou a Companhia Geral tratavam com mais vagar da responsabilidade dos sócios, enfatizando o aspecto da possibilidade do sócio de se desfazer dos seus “cabedais”, ou seja, vender, alienar, transferir a sua quota-parte na Companhia, havendo também uma ordem de preferência para a cobrança de dívidas desses sócios. O credor deveria primeiramente esgotar o patrimônio pessoal do devedor e, somente então, poderia atingir a parte do devedor dentro da Companhia, retirando este da qualidade de sócio e passando aquele, o próprio credor, a se associar.¹⁶

A administração da Companhia era feita por nove deputados, sendo que um deles era um homem do povo e os outros oito homens do comércio, com um mandato que tinha duração de três anos. Dotada de independência perante as autoridades, a Companhia possuía, a sua disposição, uma junta militar, mesmo porque seus objetivos comerciais envolviam a utilização de naus de guerra. Essa era Companhia Geral, investida de funções públicas, considerada como a primeira “sociedade anônima” brasileira, ou pelo menos possuía algumas características que se assemelhavam a uma sociedade anônima. A extinção da Companhia Geral do Comércio do Estado do Brasil se deu em 1720. Outras companhias ou sociedades significativas não existiram até a transferência da corte portuguesa para o Brasil, em 1808.

Com a mudança do rei de Portugal para a colônia, muitas coisas deveriam passar a funcionar no Brasil para atender aos interesses pessoais da realeza e também aos interesses administrativos do reino. Em 12 de outubro de 1808, foi criado o Banco do Brasil, com capital fixo, dividido em ações e com responsabilidade limitada de seus sócios às respectivas entradas. Em 1817 foi aprovado o estatuto da Companhia de Mineração de Cuiabá. Todas as sociedades anônimas, até 1849, dependiam de uma lei especial para ser constituída. A partir desse ano elas passaram a necessitar de uma autorização do Governo para serem incorporadas e seus contratos sociais deveriam ser previamente aprovados pelo Estado para poderem ser constituídas (esse período histórico deixa bem exposta a passagem da fase de outorga para a fase de autorização das sociedades anônimas pelo mundo).

Como bem salientou Wilson Batalha, o Brasil já era um país independente, quando, em 1850, foi criado o Código Comercial, vigente, em parte, até os dias atuais. Ele destinou alguns poucos artigos às sociedades anônimas, subordinando-as a autorizações do Governo e ao Poder Legislativo. E a regulamentação das S/A no Brasil não parou por aí. Em 1860 seguiu-se a Lei nº 1.038 e o Decreto nº 2.711, que dispunham que as S/A, além da autorização do Governo, só passariam a funcionar com a prévia análise do Conselho do

¹⁶*Op. cit.* p. 408 e 409.

Estado. Este tinha a função de analisar os fins aos quais a sociedade se destinaria, sua conveniência, a avaliação dos bens que comporiam seu capital subscrito e outros detalhes importantes, além da subordinação ao Poder Legislativo em alguns casos específicos.¹⁷

Ainda no período imperial, algumas leis foram criadas disciplinando questões sobre as S/A no Brasil, como, por exemplo, a Lei n° 3.150, de 1882, e o Decreto 8.821, do mesmo ano. Ambos seguiram uma orientação mais liberal em relação às autorizações governamentais e também estabeleceram uma responsabilidade solidária e pessoal para os acionistas, se houvesse descumprimento da lei. Foi a primeira lei que previa punição com mais rigor, tratando-se de crimes de estelionato na administração das sociedades ou fraudes fiscais. Conforme a análise de Wilson Batalha: *“Vingou na lei o princípio da liberdade de constituição e exercício do anonimato dentro da órbita das disposições legislativas que firmam as medidas necessárias para garantirem, antes de tudo, a veracidade da associação”*.¹⁸

Já naquela época os contornos das sociedades anônimas brasileiras detinham várias características das atuais S/A. A citada lei de 1882 trazia alguns dispositivos imprescindíveis para se distinguir uma sociedade qualquer de uma sociedade anônima, como se pode observar:

A lei que mais consultaria os interesses comerciais e as franquias necessárias à indústria seria a que limitasse as suas disposições aos princípios capitais que servem para acentuar a sociedade anônima e distingui-las das outras. Assim, preencheria bem o seu fim a que se limitasse a preceituar sobre: a) a divisão do capital social em ações; b) a responsabilidade do acionista, limitando-a ao valor da entrada feita; c) a administração por meio de mandatários revogáveis *ad nutum*; d) finalmente, a máxima publicidade dos atos da constituição e da vida da sociedade.¹⁹

Em 1890, o Decreto n° 850 tentou diminuir essa liberalidade dentro das sociedades anônimas brasileiras, impondo limites e aumentando a fiscalização. Na tentativa de coibir frequentes abusos na constituição das S/A, outras leis e decretos tentaram disciplinar o funcionamento das sociedades anônimas, mas não foram eficazes o suficiente, pois no período de 1889 a 1891 (em plena transição do Império para República) deu-se o chamado período do “encilhamento”, que representou grande crise econômica em razão de problemas ligados às sociedades anônimas, como se observa:

¹⁷*Op. cit.* p. 21.

¹⁸*Idem.* 22.

¹⁹*Ibidem.* p. 22 e 23.

O encilhamento ocorreu durante o governo provisório de Deodoro da Fonseca (1889-1891). O Ministro da Fazenda Rui Barbosa, na tentativa de estimular a industrialização do Brasil, adotou uma política baseada em créditos livres aos investimentos industriais garantidos pelas emissões monetárias. A especulação financeira desencadeada, a inflação e os boicotes através de empresas-fantasma e ações sem lastro desencadearam, em 1890, a Crise do Encilhamento. O ato de encilhar refere-se às apostas que seria o modo com que os especuladores atuavam na Bolsa de Valores com as empresas-fantasma. Esta crise causou o aumento da inflação, crises na economia e o aumento da dívida externa. A política econômica executada por Joaquim Murinho conteve a emissão de moeda e procurou estimular o crescimento industrial do país. O cenário, no campo da política econômica, era o seguinte: a República dos Estados Unidos do Brasil, recém-proclamada pelo chefe do governo provisório (15.11.1889 a 21.01.1891), marechal Deodoro da Fonseca, experimentava momentos de intenso debate em torno do seu maior desafio, que era o de superar a escassez de moeda – agravada pelo crescimento do trabalho assalariado, resultado do fim da escravidão e da maciça chegada de imigrantes. Os metalistas defendiam a volta do padrão ouro. Os papelistas acreditavam que a pressão sobre o crédito seria sanada com a emissão de moeda. Em 1890, Deodoro da Fonseca propõe uma série de medidas legislativas na área financeira a seu ministro da Fazenda, Rui Barbosa, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro. A tomada destas medidas recebeu o nome de encilhamento, que é o ato de arrear (equipar) o cavalo preparando-o para a corrida.²⁰

A tentativa de Rui Barbosa era a de substituir a antiga estrutura agrária brasileira, baseada primeiramente na exportação da cana-de-açúcar, depois do café, por uma nova política de industrialização, promovendo e incentivando o crescimento econômico através da indústria, como estava acontecendo em todo o mundo naquele período. Rui Barbosa tentou copiar o sistema bancário norte-americano e, movido por seus ideais liberais, decretou em 17 de janeiro de 1890 uma lei bancária que possibilitava a emissão de títulos amparados por um lastro constituído por títulos da dívida pública.

O Encilhamento buscava atender às necessidades negociais existentes que estavam até então reclusas por falta de numerário, ou seja, pela inexistência de lastro. Diferentemente do que ocorrera na Europa, que só pôde financiar a Revolução Industrial porque tinha um enorme capital para investir que desde séculos estava sendo acumulado pelas grandes Companhias das Índias. O Brasil, diferentemente da Europa, não tinha esse acúmulo de capital, e, portanto, não tinha condições reais para criar grandes sociedades anônimas que sustentassem o processo de industrialização em território nacional.

Entretanto, pela falta de lastro (ouro), a emissão de moeda (papel) cresceu em demasia juntamente com as ofertas monetárias; mas como não havia lastro suficiente nesses bancos emissores de moeda, para resgatar os investimentos, ocorreu o fenômeno da chamada “moeda podre” ou desvalorização monetária, o que, por conseguinte, trouxe um grande aumento na inflação. Além de toda essa problemática, a especulação nas bolsas de valores

²⁰ENCILHAMENTO. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Encilhamento>>. Acesso em 08.06.2011, às 19h.

acarretou o fechamento de inúmeras empresas e, em consequência disso, uma forte recessão econômica no país, um surto de sonegação fiscal e a venda de ações de empresas consideradas fantasmas (que não foram abertas com o capital necessário).

As primeiras grandes crises relacionadas às condutas administrativas fraudulentas dentro das S/A começaram nessa fase, como se pôde observar no decorrer do estudo histórico-econômico da crise do Encilhamento:

O resultado da “má-fé emissiva” (os agentes autorizados pelo governo agiam livremente, sem qualquer vigilância oficial) foi um desastre. Em vez de financiar a indústria e o desenvolvimento, provocou um dos mais importantes surtos inflacionários do país e, conseqüente, especulação financeira na bolsa de valores. Fora do propósito inicial, o dinheiro foi desviado para toda sorte de negócios, enquanto a economia brasileira sofria violento colapso. Em 20 de janeiro de 1891, Rui Barbosa perde o cargo de ministro da Fazenda do Brasil, no qual se manteve por 14 meses. O general Deodoro da Fonseca renuncia em 23 de novembro do mesmo ano, sob iminente ameaça de deposição pelos republicanos, representados pelo vice-presidente Marechal Floriano Peixoto, que assume “naturalmente” a presidência. E somente no governo de Campos Salles (1898-1902), com Rodrigues Alves no comando da economia brasileira, os efeitos da crise do Encilhamento foram amenizados.²¹

Nascia, com essa crise, a preocupação maior do legislador em proteger o funcionamento das S/A no Brasil, evitando fraudes, boicotes, especulações, acordos ilícitos, etc. Tanto que, em 1891, todas as normas legais e regulamentares, desconexas e até contraditórias, foram consolidadas e corrigidas pelo Decreto n° 434. Também foi criada uma comissão para consolidar o direito acerca das sociedades anônimas brasileiras, apartado do Código Comercial de 1850.

Novos decretos e leis foram criados para disciplinar a emissão de debêntures, para regulamentar as sociedades de crédito agrícola ou hipotecário, para regular o funcionamento das companhias de seguros de vida, marítimos e terrestres, para dispor sobre ações preferenciais dentro das S/A e sobre outros temas.

Em 1908, a Lei n° 2.024 pôs fim à chamada liquidação forçada e, a partir daí, submeteu todas as sociedades anônimas ao regime falimentar. Por sua vez, o CC/1916 (Código Civil de 1916) declarou terem personalidade jurídica de direito privado as sociedades mercantis que continuaram a reger-se pelo que anteriormente fora estatuído em leis comerciais.²²

²¹ENCILHAMENTO. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Encilhamento>>. Acesso em: 08 de junho de 2011, às 19h.

²²*Op. cit.* p. 24 e 25.

As primeiras companhias consideradas reminiscências das S/A no Brasil datam ainda do Império, na fase anterior à chegada de D. João VI no Brasil, e eram companhias que exploravam o comércio por via das naus de guerra, muito apropriadas pela condição de colônia em que se encontrava o Brasil nesse período. Em 1808, com a chegada da corte portuguesa ao Brasil, a primeira sociedade aberta foi o Banco do Brasil, com o capital social prudentemente resguardado, já que todas as transações comerciais da metrópole sairiam, a partir daquele momento, obrigatoriamente do território brasileiro.

Após a Independência (1822), as sociedades anônimas só tiveram vulto no momento da criação do Código Comercial, em 1850, e na crise do Encilhamento (transição do Império para a República, entre 1889 e 1891). Depois desse período, só início do século XX as sociedades anônimas voltariam a repercutir no cenário econômico nacional e novamente tal repercussão estaria ligada a uma crise política.

Como bem resumem os historiadores Gianpaolo Dorigo e Cláudio Vicentino em 1930 deu-se a revolução que pôs fim à República Velha, e Getúlio Vargas assumiu o governo provisório de 1930 a 1934. Em 1932, em São Paulo, foi a vez da Revolução Constitucionalista, que exigia de Getúlio uma nova Constituição. Entre 1934 e 1937, Getúlio Vargas foi presidente eleito pela Assembleia Nacional Constituinte de 1934. Em 1937, com a justificativa de conter a revolta comunista, embalado pelas ideias ditatoriais da Itália de Mussolini e da Alemanha de Hitler, Getúlio deu um golpe de Estado, que durou até 1945. A Constituição de 1937 foi outorgada dentro dessa ditadura, sendo, nesse momento político, publicado o Decreto-lei nº 2.627 de 1940, responsável por introduzir no direito brasileiro a sociedade anônima nos moldes e feições atuais²³.

Esse decreto, cujo conceptor foi o grande jurista Trajano de Miranda Valverde, representaria (e representa até os dias atuais) uma grande façanha jurídica, tamanha era sua inovação e suas disposições, dadas as circunstâncias e o momento histórico. Seus dispositivos superaram os velhos conceitos de sociedade anônima contidos no Código Comercial de 1850 e no Decreto 434 de 1891 (que trouxe o Encilhamento e a crise econômica na transição do Império para a República).

Importante colacionar, nos comentários ao Decreto nº 2.627/1940, as opiniões de Marcelo Bertoldi em sua obra *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001, in verbis*:

²³*Op. cit.* p. 270 e ss.

Ao analisarmos com os olhos de hoje os dispositivos do diploma legal de 1940 verificamos algumas características bastante evidentes. Existe uma preocupação marcante com a integridade do capital social, pois a limitação de responsabilidade dos sócios e o anonimato da propriedade das ações poderiam gerar, na visão da lei, uma utilização distorcida da forma societária perante terceiros que se relacionassem com a sociedade, especialmente credores.

Aliás, diga-se de passagem que durante muito tempo, tanto no direito europeu de origem romana quanto no direito brasileiro, as sociedades anônimas precisaram de autorização prévia para funcionar, dado o receio de que fossem fontes de abusos diante da limitação da responsabilidade e da possibilidade de falta de indicação de seus proprietários.²⁴

A divisão de ações preferenciais e ordinárias também foi feita pelo Decreto de 1940, e, sobre esse assunto, Marcelo Bertoldi também fez importantes observações:

A divisão do capital em ações ordinárias e preferenciais e a retirada ou restrição do direito de voto para estas últimas foi outra criação da lei de 1940. Essa alternativa de mesclar controladores e investidores iria transformar-se em regra da prática brasileira, marcando de maneira indelével a utilização da sociedade por ações no Brasil, em particular no mercado de capitais.²⁵

A intenção original da lei ficou completamente obsoleta, pois na prática as ações preferenciais não serviram para os fins que se mostravam. A ação preferencial, por esse decreto, detinha o poder político e o poder econômico, pois foi concedido o direito a voto ao acionista preferencial, exatamente para evitar o uso indiscriminado das faculdades de retiradas, fazendo das ações preferenciais uma mera participação formal nas S/A. Para evitar que isso acontecesse, foi-lhes concedido o direito de voto. Entretanto, a exceção acabou por se tornar a regra, já que no Brasil os acionistas preferenciais acabaram não exercendo tais direitos, preocupando-se apenas com os lucros.

Ainda sobre o Decreto nº 2.627/1940, Marcelo Bertoldi trouxe algumas últimas lições:

Ainda que atualmente outras disposições do decreto-lei pareçam simples, ele teve o mérito de introduzir alguns princípios importantes, que se perpetuaram, como a inclusão na lei do tratamento das normas de contabilização de ativo e passivo, os procedimentos de convocação, instalação e condução dos trabalhos das assembleias gerais, a divisão destas em assembleias ordinárias e extraordinárias, a instituição da peça contábil do balanço como criadora dos direitos e obrigações entre os acionistas, o direito de recesso, a regulação do dividendo e as regras de liquidação da sociedade.

Esse elenco de criações jurídicas e a sistematização de um conhecimento e de uma experiência internacionais até então inexistentes foi o grande mérito do Dec.-lei

²⁴BERTOLDI, Marcelo M. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001*. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 2002, p. 10.

²⁵*Op. cit.* p. 10.

2.627. Além disso, a sua estrutura e muitos de seus princípios continuam vigorando até hoje.²⁶

As grandes companhias estatizadas (petróleo, siderurgia nacional, mineração, etc.), criadas por Getúlio Vargas para defender sua tese nacionalista e anticomunista, que o mantinha no poder, durante o período da ditadura (1937 a 1945), foram muito importantes para soterrar de vez a ideia do modelo de empresa familiar administrada por um único controlador, cuja principal característica era a pessoalidade do empresário. Essas empresas não deixaram de existir, muito pelo contrário, mas ficou claro que não era esse tipo de empresas que seria responsável pelo financiamento e crescimento de capital do país, pois elas eram insuficientes para financiar a estrutura capitalista que já dominava a Europa na década de 1950 e que logo chegaria ao Brasil.

Mas o crescimento econômico e o novo modelo de sociedades que eclodiam na Europa demoraram um pouco mais para chegar ao Brasil, pois a crise econômica das décadas de 1950 e 1960 – proveniente boa parte da construção de Brasília com recursos públicos iniciados no governo JK (Juscelino Kubitschek), e dos gastos de para financiar a industrialização brasileira – trouxeram altos índices de inflação e outros problemas que levaram o Brasil a um novo regime de exceção e que interrompeu durante algum tempo o crescimento econômico.

Surgiu então a necessidade de um novo modelo na econômica do país, pois essa nova estruturação do sistema financeiro e a criação de um mercado de capitais próprio trariam ao Brasil novas possibilidades de criar outras fontes de financiamento, até então inexistentes, e, dessa vez, sem tanto comprometimento dos recursos públicos.

Foi nesse período histórico e econômico do país que duas leis sucessivas foram publicadas, objetivando criar a estrutura desse mercado de capitais e organizar o até então precário sistema econômico-financeiro brasileiro: a Lei n° 4.595, de 1964, denominada Lei da Reforma Bancária, e a Lei n° 4.728 de 1965, conhecida como Lei de Reforma do Mercado de Capitais. Ambas surgiam em plena crise econômica e em plena estruturação política do Regime Militar iniciado em 1° de abril de 1964.

Sobre as referidas leis (Lei da Reforma Bancária e Lei de Reforma do Mercado de Capitais), ninguém melhor para explicar o seu caráter, seu conteúdo e seus objetivos, principalmente observando-se o momento político vivido na época, que o primeiro Presidente da República do governo militar e seu Ministro da Fazenda (Marechal Castello Branco e

²⁶*Idem.* p. 11.

Octavio Gouvêa de Bulhões, respectivamente), que comandavam o país na época, como se pode observar nas transcrições de Marcelo Bertoldi:

Como dizia o então Presidente da República, Castello Branco, ao encaminhar ao Legislativo o projeto de lei que iria transformar-se na Lei 4.595, “(...) é determinação de meu Governo enviar ao Congresso Nacional um conjunto de mensagens orientadas no sentido de encaminhar as reformas institucionais mais urgentemente requeridas pelo próprio desenvolvimento do País. Dentre essas reformas, ocupa lugar de particular significação a bancária, que visa dotar o País dos instrumentos imprescindíveis à efetiva execução das políticas monetária, creditícia e cambial” (Senado Federal, Protocolo Geral, PLC 207/64, disponível mediante solicitação). Por sua vez, o Ministro da Fazenda Octavio Gouvêa de Bulhões, no encaminhamento do projeto que daria origem à Lei 4.728, afirmava que “(...) O projeto anexo visa a reorganizar o mercado financeiro e o mercado de capitais, que foram fortemente deturpados em sua finalidade e em seu processo de operação (...)” (Senado Federal, Protocolo Geral, PLC 104/65, disponível mediante solicitação).²⁷

A Lei de 1965 praticamente criou o mercado de capitais no país. Foi através dela que novas características foram atribuídas às bolsas de valores, às sociedades de corretores, aos mercados de balcão. Novos instrumentos foram atribuídos às sociedades anônimas, como as debêntures que poderiam ser convertidas em ações, as ações nominativas endossáveis, com a finalidade de captação de mais recursos para as sociedades anônimas, e outros instrumentos como a Resolução 39, comentada por Marcelo Bertoldi:

Salvo, entretanto, essas alterações introduzidas pela Lei 4.728, o Dec.-lei 2.627 continuava em vigor ainda que a sociedade por ações nele prevista não se coadunasse mais com a nova realidade que se buscava. E essa situação iria ficar flagrante, curiosamente, em função de uma política pública de estímulo ao mercado de capitais da qual decorreu a edição da Resolução 39, de 20.10.1966, do Banco Central do Brasil, regulamentando as bolsas de valores, e legislação fiscal em paralelo criando incentivos tributários para a abertura de capital das empresas e concessão de isenção fiscal aos ganhos de bolsa.²⁸

Mas esses incentivos tributários, essas aberturas, concessões e isenções fiscais tiveram consequências muito sérias, pois a economia teve um crescimento muito grande, até inesperado para a época, e isso gerou grande especulação nas ações e a “grande” crise nas bolsas brasileiras, o que acarretou muito descrédito nesse tipo de aplicação por diversos setores da sociedade brasileira, tornando o mercado de capitais e a aquisição de ações um investimento de risco, como se pode observar nas lições de Marcelo Bertoldi:

Esses estímulos, aliados às taxas de crescimento recordes da economia brasileira daquela época, provocaram uma euforia que foi responsável por uma imensa

²⁷ *Op. cit.* p. 12.

²⁸ *Ibidem.*

especulação nas bolsas, diante dos grandes volumes de capital que nelas desembocaram, vindos até de parcelas mais pobres da população, sem uma contrapartida de emissões de ações que pudessem ser ofertadas a tantos interessados e sem regras que pudessem controlar e sistematizar as operações de forma a coibir abusos e discrepâncias de informações.

O término desse curto *boom*, com a repentina e dramática queda das cotações dos preços das ações e perdas significativas de grande parcela de riqueza dos investidores, levou as autoridades a repensar os instrumentos regulatórios do mercado de capitais. A Lei 4.728 foi o pensamento daquele tempo, devia ser acompanhada de meios fiscalizatórios e de organização e a Lei de Sociedades por Ações deveria ser definitivamente modernizada e reeditada em toda a sua extensão.²⁹

Esse *boom* foi responsável por muita instabilidade, graves e grandes perdas financeiras, e principalmente acarretou a desconfiança de investidores em empresas brasileiras. Na época, as sociedades anônimas tornaram-se claramente um investimento de alto risco. Naquele momento de crise política e econômica, vários juristas iniciaram debates para tratar da modernização da LSA (Lei de Sociedades Anônimas) no Brasil. Sábias são as palavras de Rubens Requião, que foram devidamente transcritas por Marcelo Bertoldi, *in verbis*:

Conforme frisado pelo Professor Requião, em transcrição das conclusões do Simpósio, tratava-se de distinguir a sociedade fechada da sociedade cotada em bolsa, antes de mais nada. Vale à pena a transcrição: “Considerando: a) que é chegado o momento de se estabelecer um justo equilíbrio entre os interesses da empresa e da maioria dos acionistas e os interesses da coletividade, esta representada sobretudo pelos mercados de capitais, que propicie a expansão das empresas, com a participação da poupança popular; b) que se impõe transformar as sociedades anônimas em uma fonte de participação do público no progresso e no desenvolvimento nacional; c) que a sociedade anônima deve ser vista como um instrumento de aglutinação de capitais, atendendo principalmente à necessidade estrutural das grandes empresas; d) que não se justifica a adoção da mesma estrutura jurídica para as companhias de grande envergadura, que recorrem ao mercado de capitais, e para as pequenas sociedades de âmbito restrito ou familiar, somente pelo fato de terem o capital dividido em ações” (...) “o SIMPÓSIO recomenda que a lei deverá prever regime jurídico diferenciado para as sociedades anônimas, estabelecendo normas diversas conforme se trate de sociedades grandes ou abertas, e pequenas ou fechadas” (...).

Em um espectro mais amplo de pensamento, sugeria-se a criação de mecanismos jurídicos que pudessem viabilizar os aspectos institucionais (e não contratuais) de uma moderna sociedade que viria ao mercado procurar sócios, fazendo apelo à poupança pública e por isso caudatária de deveres e responsabilidades para com o mercado e aqueles que nela acreditassem.³⁰

Esse simpósio, que reuniu diversos nomes de juristas, empresários, representantes comerciais, autoridades, foi responsável pelo anteprojeto que culminou com a Lei n° 6.404,

²⁹ *Op. cit.* p. 13.

³⁰ *Ibidem.* p. 13 e 14.

de 15.12.1976, o grande divisor de águas na legislação regulamentadora das sociedades anônimas no Brasil.

O período denominado de Milagre Econômico pelos governistas e Anos de Chumbo, pelos opositores deu-se pouco antes da publicação efetiva da nova LSA, de 1969 a 1973. Foi um momento histórico cheio de paradoxos e contradições, pois realmente houve um vertiginoso crescimento econômico, mas concentrado exclusivamente em uma minoria da sociedade.

A LSA de 1976, para tentar contrabalançar essas desigualdades e disparidades, criou mecanismos modernos e até então inexistentes que protegiam pequenos investidores e que traziam, aos poucos, através de um forte apelo institucional e de promessas de garantias trazidas pela nova lei, a poupança popular, os pequenos investidores, os acionistas minoritários para novamente investirem nesse mercado de risco.

O objetivo maior do projeto da nova lei era exatamente o de fazer com que a população, em pleno regime militar, no alto de contenções e restrições em todos os sentidos (políticas, econômicas, sociais, etc.), voltasse a crer, tornasse a acreditar e deixasse de temer o mercado de capitais.

O *plus* da LSA de 1976 deveu-se à conjuntura brasileira na época da elaboração do anteprojeto, como dispôs Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões em sua obra *Direito das companhias*:

O direito brasileiro de sociedades por ações é tradicionalmente filiado ao sistema romanístico, acolhendo as normas em geral vigentes na Europa. O anteprojeto da Lei 6.404, de 1976, atento às peculiaridades da conjuntura em que foi elaborado, manteve o sistema mas introduziu inovações decorrentes da assimilação de algumas práticas e institutos vigentes no sistema da “common law”. (...)

Cumprir assinalar que o País se encontrava, na época da elaboração do anteprojeto, sob grave crise inflacionária, que se refletiu no mercado de ações com o chamado “boom” da Bolsa, de 1971, seguido de queda e consequente afastamento de investidores. (...)

As empresas nacionais – pequenas para o vulto dos empreendimentos que o país reclamava – se ressentiam de fontes de financiamento. E o empresário brasileiro, quando buscava associação com capitais estrangeiros, estava limitado às negociações com sócios americanos, dado que os capitais europeus estavam voltados para a reconstrução da Europa no “post-guerra”.³¹

Por isso a Lei n° 6.404/76 foi considerada inovadora (se comparada aos textos anteriores) no que diz respeito à proteção e segurança atribuídas aos sócios e acionistas minoritários. A captação de recursos para investir nas grandes companhias e sustentar o mercado de capitais, com uma crise política e um governo militar endurecido (panorama

³¹*Op. cit.* p. 17 e 18.

interno), a Guerra Fria e a ameaça comunista que abalava as pretensões capitalistas mundiais (panorama externo), era quase impossível, pois não havia garantia alguma.

E foi sob o influxo dessa realidade econômica, política e social (nacional e internacional) que surgiu o anteprojeto de lei que mais tarde culminaria na Lei nº 6.404/76. Marcelo Bertoldi, sobre a LSA de 1976, assim discorreu:

Sua demanda se insere em uma política de governo que procurava, tal como agora, criar mecanismos institucionais que possibilitassem financiar o crescimento por meio do mercado e da captação de poupança privada.

Coube ao então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen dar início ao processo (...). Interessante ter sido um ministério econômico e não o da Justiça o indutor do processo de mudança e o responsável por supervisionar a condução dos trabalhos. Isso demonstra que o sentimento prevalecente era o de que a questão estava muito mais ligada a um modelo de desenvolvimento econômico do que a um problema de natureza jurídico-formal.³²

Captar poupanças privadas para fazer crescer o mercado de capitais era o único modo de movimentar a economia nacional, daí a importância de se criar um diploma jurídico, com dispositivos inovadores e que trouxessem segurança jurídica aos investidores mais desconfiados e temerosos diante de um mercado tão instável.

O projeto refletiu exatamente as preocupações da época e principalmente a intenção que existia com a criação de uma lei: a de inaugurar no Brasil um tipo societário que não dependesse do financiamento público, um tipo societário aberto, que disponibilizasse um “produto” (ações) a ser “vendido”, negociado abertamente a qualquer um que nele quisesse investir, ou seja, um “produto” que qualquer um que tivesse dinheiro quisesse “comprar”.

O sentido literal das expressões “bolsa de valores” e “mercado de balcão”, se interpretado ao pé da letra, demonstraria a real vontade dos legisladores, as reais necessidades da economia brasileira, e o verdadeiro papel a que se prestava a Lei nº 6.404/76. Papel este que, grosseiramente explicando, era o de colocar em um balcão de um mercado (como se colocam produtos nos balcões de mercearias, por exemplo) ações para que a iniciativa privada, os grandes e pequenos investidores, enfim, qualquer um que pudesse e quisesse adquiri-las, comprasse essa ideia, comprasse essas ações, comprasse essa expectativa de lucrar, comprasse essa novidade, criando-se aí, com muitos compradores de ações (investidores no mercado de capitais aberto), um sistema de bolsa de valores (como se fosse uma grande bolsa, sacola, mala), na qual seriam depositados esses valores somados e investidos.

³²*Op. cit.* p. 14.

Assim, uma ação (um pedaço de papel) que figurativamente e com o respaldo da lei tinha um determinado valor (algo extremamente abstrato para a compreensão popular) e que com o tempo geraria frutos, geraria lucro para aquele (grande ou pequeno, que investiu em uma ação ou em centenas delas) que optou por aplicar seu dinheiro (todas as economias de uma vida inteira ou apenas a parcela de uma grande fortuna) em uma grande sociedade (empresa) que não se importava com a pessoa do investidor (daí sua condição de anônima), mas sim com o seu capital investido.

Como bem observou Marcelo Bertoldi, era objetivo da LSA de 1976, além de inaugurar esse novo tipo societário aberto, que seria o adequado mecanismo para a captação de recursos, a criação de um instrumento legal que pudesse regular e melhorar o mercado de capitais para que crises como a de 1970 não mais ocorressem e pudessem ser oferecidas às empresas outras alternativas para captar recursos e investimentos diversas da iniciativa pública.³³

A criação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM foi um marco na história das sociedades anônimas brasileiras. Esse órgão, que em 2012 completa 36 anos de existência, deu grandes contribuições para regular e fiscalizar o mercado de capitais, evitando muitas crises, fraudes e problemas administrativos dentro das grandes companhias. como observa Marcelo Bertoldi:

O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários – com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas” (Senado Federal, Protocolo Legislativo PLC 12/16, disponível mediante solicitação).³⁴

Outra importante mudança feita pela lei de 1976 foi quanto ao número de ações preferenciais que poderiam ser criadas; 2/3 das ações, de acordo com a nova lei, poderiam ser preferenciais, ou seja, o legislador se posicionou em defesa do empresariado brasileiro, com postura nacionalista. Marcelo Bertoldi também aborda o tema da seguinte forma:

Tratou-se de uma posição firmada de defesa do empresariado nacional, na qual se possibilitava uma abertura de capital sem qualquer ameaça à plena liberdade de condução dos negócios da companhia, que continuava integralmente nas mãos dos proprietários da empresa. Imaginava-se naquela época que as ações preferenciais fossem meros instrumentos de captação de poupança, títulos de acesso a um “empréstimo” do mercado. A liquidez das bolsas se faria com ações preferenciais e não com ações ordinárias.

³³*Ibidem.*

³⁴*Idem.* p. 14 e 15.

Essa posição refletia, de um lado, uma realidade, e, de outro, uma maneira de ver o mercado de capitais brasileiro. A realidade consistia no reconhecimento do fato de que as ações preferenciais sempre haviam sido e continuavam a ser naquele momento do tempo as mais negociadas nas bolsas, diante da pouca dispersão das ações ordinárias. A visão do mercado decorria da política então prevalecente de que o desenvolvimento deveria fazer-se por meio da tríplice aliança entre capitais públicos (as empresas estatais e os créditos dos bancos oficiais), capitais nacionais (capitaneados e controlados por empresários brasileiros) e investimentos estrangeiros (sob controle de uma legislação estrita e limitadora e em regime de câmbio estatizado).³⁵

Essa era a realidade das sociedades anônimas brasileiras até o surgimento da Lei de 1976. E pela prática essa realidade da tríplice divisão de capital não mudou muito após 1976. As ações preferenciais continuaram garantindo a administração feita pelos proprietários nacionais das empresas. Porém a situação histórica e política do país mais uma vez mudaria, e a Lei 6.404/76, mesmo com todas as suas inovações, também ficaria, em partes, obsoleta. Outra grave crise surgia. O momento histórico era de abertura do país, do fim Regime Militar, as primeiras eleições diretas, o *impeachment* de um Presidente da República eleito e de novas crises econômicas no país. Essa foi a década de 1980.

No início da década de 1990 ocorreu uma reviravolta, fruto dessa crise econômica que limitou a atuação do Estado no proceder das S/A brasileiras. Surgiu a era das privatizações e o neoliberalismo assumiu o comando estatal. Com a chegada do Plano Real em 1994, essa realidade se consagrou e a defesa de que o Estado abandonasse por completo as S/A tornou-se ainda maior. Marcelo Bertoldi mencionou mais essa reviravolta econômica e política pela qual passou o país:

Passou-se a defender a retirada total do Estado da economia, com a privatização das empresas estatais, e a abertura imediata da economia aos capitais internacionais, com a liberalização da legislação de investimentos e a adoção de um regime cambial mais livre quanto à formação de preço e aprovação de fluxos. Com isso, a empresa nacional tornou-se o elo mais fraco da tríplice aliança, impossibilitada de acesso ao crédito público, pelo seu esgotamento, e concorrente de empresas internacionais muito mais poderosas, sem a existência de respaldo em um mercado de capitais interno.

A abertura aos investimentos externos também se deu no âmbito das aplicações em bolsas de valores, com a conseqüente presença de fundos estrangeiros, muito mais afeitos a regras de mercado e defensores de uma ampla liberdade de negociação com os empreendedores sobre a forma de condução dos negócios que se fazem valer de emissões públicas para o seu crescimento.³⁶

Essa realidade simplesmente acabaria com as sociedades anônimas e outras empresas controladas pelo governo brasileiro, pois não havia diferença de tratamento entre

³⁵ *Op. cit.* p. 15 e 16.

³⁶ *Ibidem.*

empresas nacionais e empresas estrangeiras. Outro grave problema constatado na Lei de 1976 era o grande poder conferido aos acionistas controladores, que poderiam se resumir a um grupo pequeno de acionistas, e a inexistência de maiores poderes aos minoritários, o que poderia criar o controle e o predomínio absoluto da sociedade pelos seus proprietários, sem que os demais nada pudessem fazer.

Mas os autores do projeto que culminou na Lei de 1976 justificaram muito bem os dispositivos que tratavam do acionista controlador. Entretanto, se seu papel se desvirtuou, pela inadequada aplicação da lei, isso não significa, necessariamente, que o erro se encontre no legislador. Marcelo Bertoldi colacionou essas duas ideias:

O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua **função social**, e enquanto respeita e atende lealmente os direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, **os acionistas minoritários**, os investidores de mercado e os membros da comunidade em que atua. Portanto, como se vê, os autores do Projeto tiveram o cuidado de contrapor ao poder da maioria obrigações que limitassem o exercício do direito de voto, consubstanciadas em um elenco de atitudes tidas como ilegais (as do art. 117). Contudo, entendeu-se que esses limites ainda eram insuficientes. Isso explica a inclusão na Lei 10.303 de regras que asseguram aos minoritários assento no Conselho de Administração e que fortalecem o Conselho Fiscal como órgão de fiscalização dos administradores.³⁷

A Lei nº 6.404/1976 fez grandes avanços para combater o excesso e o exagero de poder em contraposição à inexistência de poder das minorias. Já naquela época, mesmo dentro de um regime militar regido por uma Constituição outorgada, os legisladores se preocupavam em falar sobre a função social da empresa, sobre a proteção das minorias e dos hipossuficientes, ou seja, da parte mais fraca dentro das S/A.

Em 1988 surge a total abertura ao Estado Democrático de Direito com a promulgação da Constituição Cidadã. Essa Carta Magna trata da função social da empresa, da propriedade privada, do contrato e evidencia que não há propriedade privada ilimitada; o direito à propriedade só poderá permanecer intacto se essa propriedade estiver adequadamente cumprindo sua função social. E no caso das S/A essa função social começa dentro da própria empresa, perante os acionistas minoritários, perante os próprios trabalhadores da empresa, perante os investidores e credores e extrapola o limite interno da sociedade, passando a atingir inclusive a comunidade local.

³⁷*Op. cit.*, p. 16.

Matéria importante reformulada pela Lei 10.303/2001 foi o acordo de acionistas, que agora está mais restrito, porém mais eficaz. O acordo de acionistas sempre ocorreu na prática e, dessa vez, o legislador de 2001, diferentemente dos demais, teve a boa ideia de discipliná-lo, criando regras autênticas para sua ocorrência e controle. Ou como versou Marcelo Bertoldi: “*modalidade contratual de prática intensa em todas as latitudes, mas que os códigos teimam em ignorar*”.³⁸ Desse modo, o legislador de 2001 regulou e dotou de execução específica o chamado acordo de acionistas.

Finalizando a análise do douto autor, insta observar as seguintes considerações:

Assim, verifica-se pelas três novidades então trazidas pela Lei 6.404, e que agora são objeto de alteração, que, longe de ser diploma superado ela continua plenamente adequada às necessidades atuais, a merecer pequenos reparos que visam dar maior poder aos acionistas minoritários, o que se explica pelas mudanças ocorridas no mercado e pelas práticas nele adotadas nesses 25 anos de vigência da Lei 6.404. Tanto isso é verdade que inúmeras outras de suas disposições, por ela então introduzidas, continuam plenamente em vigor. Apenas para citar as mais importantes, a definição precisa do objeto social, a distinção das sociedades entre abertas e fechadas, a disciplina das debêntures, a criação do Conselho de Administração, as responsabilidades e deveres dos administradores, as características básicas do Conselho Fiscal, a previsão do dividendo mínimo obrigatório, a regulação de sociedades coligadas, controladoras e controladas, a previsão da subsidiária integral, os grupos de sociedades e a figura do consórcio.³⁹

O que o autor frisa e se tornou motivo de discussão durante o período de preparação do projeto da atual LSA não foram exatamente os pontos que deveriam ser atacados na antiga lei. Como se pode observar, a grande maioria dos institutos consolidados na Lei de 1976 se encontra presente na atual legislação, com algumas adaptações ao momento econômico e político pelo qual o país passava em 2001.

O pós-constitucionalismo em 1988 trouxe em seu texto, explicitamente ou de forma implícita, alguns princípios constitucionais basilares que tratam das sociedades anônimas e de outras empresas frente ao mercado de capitais. A intenção da Lei n. 10.303 foi, portanto, apenas salvaguardar os direitos já adquiridos e criar maiores mecanismos de proteção aos minoritários, aplicando dentro das sociedades anônimas e dos grandes grupos comerciais maior rigor e fiscalização. Tudo isso é reflexo das significativas e constantes mudanças políticas sofridas pelo país que o levaram a ter uma economia frágil e pouco competitiva no exterior. Após o sistema de privatizações da era Fernando Henrique Cardoso e com o suprimento da Lei n. 10.303/2001, a situação de abertura econômica do país para o capital estrangeiro ganhou formas novas e limitações legais. O cumprimento da função social tem

³⁸ *Op. cit.* p. 18.

³⁹ *Op. cit.* p. 19.

sido mais respeitado e, principalmente, o crescimento interno do país tem se mostrado mais significativo.

A CVM, como órgão fiscalizador, foi responsável por coibir e apurar muitas fraudes, muitos acordos não cumpridos, muito abuso de poder ao longo desses anos. Entretanto, nem ela nem a atual legislação vigente sobre as S/A são suficientes para erradicar de vez essas mazelas. Por isso, até os dias atuais, maior proteção aos minoritários, diminuindo o risco dos investimentos em ações, vem sendo conferida e outros dispositivos de lei acrescentados. As S/A brasileiras do século XXI têm outro perfil; novos dispositivos legislativos surgirão no futuro para modificar e melhorar ainda mais a captação de recursos sem discriminar os acionistas minoritários, sem deixar de resguardar seus direitos e, principalmente, sem compreender o quanto esses pequenos captadores têm a oferecer ao mercado de capitais e ao futuro econômico do país.

Com a criação do Plano Real, as privatizações, a abertura maior do Brasil para a entrada do capital estrangeiro, com o fenômeno globalizante e a abertura econômica de países como China e Rússia, o capitalismo dominou completamente os mercados econômicos mundiais. Com o fim da Guerra Fria; a Europa se unindo em um forte bloco econômico (União Europeia); países como o Brasil, com uma moeda estável, economia razoavelmente estabilizada, inflação controlada, regida por um Estado Democrático de Direito, com um governo neoliberal centrista que recepcionava com muita tranquilidade as possibilidades de abertura econômica, passaram a ser países com interessantes mercados consumidores e de confiabilidade significativa para novos investimentos.

Nesse momento histórico, político e econômico no qual o Brasil se inseria, consolidava-se uma Constituição Democrática, um governo estável, um novo Código Civil e uma nova LSA, criada especificamente para complementar a antiga lei e modernizá-la, trazendo seus dispositivos para se reconfigurarem nesse atual panorama mundial pelo qual a economia passava e no qual o Brasil se inseria pela primeira vez, tendo condições de concorrer, crescer e se desenvolver em pé de igualdade com outros grandes países já com economias fortemente solidificadas.

A Lei n. 10.303, de 2001, foi na verdade o reflexo, o fruto da abertura econômica brasileira para o mundo, principalmente em relação ao mercado internacional de capitais. Assim, como diploma jurídico inovador, com características ímpares, e principalmente muito moderna e ousada, considerando-se a rigidez política de seu tempo (tecida no auge do governo militar), foi de fato a Lei n.º 6.404/1976 que trouxe o grande conteúdo atual das sociedades anônimas brasileiras.

A Lei n. 10.303/2001 veio complementar esse novo cenário de abertura política e econômica, mostrando ao mundo que as sociedades anônimas brasileiras pretendiam se estabelecer como economias fortes e autônomas no cenário internacional, mas que também saberiam se proteger, proteger também o interesse nacional e os seus pequenos investidores, através de uma legislação que dava cumprimento aos preceitos constitucionais, que tratava da função social da propriedade privada, mas que não deixava de ser moderna, arrojada, competitiva e globalizada.

A Lei 10.303/2001 é considerada por parte da doutrina como a atual LSA, entretanto, outra significativa posição doutrinária defende a ideia de que a LSA atual é a Lei 6.404/1976, com sua redação original apenas modificada por outros instrumentos normativos posteriores que lhe trouxeram alguns acréscimos, mas, como foi tamanha a expressividade e a solidez de seu texto, tudo que posteriormente foi escrito só acrescentou e reformulou a já então estruturada lei de sociedades anônimas. Depois de 1976, outras leis (7.958/89, 9.457/97 e 10.303/2001) só trouxeram algumas novidades ao antigo texto. Nesse sentido prelecionaram Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões:

A experiência do mercado e das empresas durante esses quase 30 anos de vigência da Lei 6.404/76 comprova a excepcional capacidade de compreensão e adaptação reveladas pelas empresas, e pelo mercado em geral, não parecendo que desejem voltar ao regime do Decreto-lei 2.617, de 1940, ou abrir mão dos institutos com os quais aprenderam a lidar, como as ações escriturais, o capital autorizado, as ações sem valor nominal, a polícia da CVM, as várias espécies de debêntures, os bônus de subscrição, os certificados de depósitos de ações (base da ADR), o acordo de acionistas, a responsabilidade pelo abuso de poder dos controladores, a consolidação das demonstrações financeiras, a subsidiária integral – e de tantas outras inovações trazidas pela lei.

Cumprido, finalmente, referir, em abono de algumas soluções adotadas no anteprojeto, o fecundo esforço de reajuste das leis de sociedades por ações que vem ocorrendo na Europa em face da Diretiva n. 2 da Comunidade Econômica Europeia. O sistema de ações escriturais (que nossa lei adotou inovadoramente) vigora nos sistemas europeus, como um processo de “desincorporação” do título-valor, de “desdocumentação”, pois o suporte de papel tem sido substituído pelo registro informático ou a anotação em conta.

Como se vê, a permeabilidade dos sistemas jurídicos que caracterizam o funcionamento das leis de sociedades por ações tem produzido consequências que justificam as inovações adotadas na lei brasileira, e breve, talvez, possamos testemunhar uma unificação dos sistemas vigentes nas leis societárias, ou sua universalização.⁴⁰

Os autores tratam da Lei 6.404/76, com suas modificações, e inclusive observam as tendências que modernizam o sistema das sociedades por ações na Europa, digitalizando e informatizando tudo (processo de desdocumentação, como os próprios autores citaram). Esses

⁴⁰*Op. cit.* p. 21 e 22.

são dados que demonstram como se deu o processo da abertura da economia brasileira, depois do término do Governo Militar, da promulgação da CF/88 (Constituição Federal de 1988), do Plano Real de 1994 e das modificações introduzidas no texto original da LSA de 1976, principalmente em 2001, pela Lei 10.303, mas também por outros diplomas legais.

Os comercialistas vislumbram inclusive a possibilidade de uma universalização legislativa das sociedades anônimas por todo o mundo, criando um único poder regulamentador, criando dispositivos legais idênticos em todas as partes do mundo. Todo esse processo é fruto da globalização e da abertura econômica do país para internacionalização do seu mercado. Assim, é óbvio que os autores argumentariam sobre as mudanças feitas após a publicação da LSA de 1976, pois, com esse novo cenário econômico mundial dos últimos 35 anos, a legislação brasileira teve que se adequar cada vez mais ao processo unificador das economias mundiais. Nesse sentido os autores também dispõem sobre as alterações necessárias sofridas pela Lei de 1976, muito embora não afirmem que uma nova Lei de Sociedades Anônimas foi criada, mas que a já existente, criada em 1976, apenas sofreu alguns adendos, como se pode analisar:

A Lei 6.404/76 não sofreu alterações nos primeiros dez anos de vigência, mas a partir de 1987 foi modificada por dez leis, sendo cinco relativas aos dispositivos sobre correção monetária das demonstrações financeiras, duas que eliminaram os valores mobiliários ao portador e endossáveis, e três que modificaram outros dispositivos (a Lei nº 7.958, de 20.12.89, conhecida como Lei Lobão, que restringiu as hipóteses do direito de retirada, e as de números 9.457, de 05.05.97, e 10.303, de 31.10.2001, que modificaram diversos dispositivos).

A atualização da Lei de Sociedades Anônimas requer, todavia, cuidados especiais porque constitui sistema que visa a compatibilizar e hierarquizar os diversos interesses que disciplina, tais como os dos controladores das companhias, os das minorias acionárias, os do mercado de capitais, como fonte de capital de risco, os da empresa – tudo tendo presente o interesse maior da economia nacional.

A Lei das S.A. é um mecanismo institucional extremamente delicado devido à interação das normas que protegem todos esses interesses – alguns conflitantes entre si – e na redação de cada norma é preciso avaliar seus efeitos sobre o conjunto e modo pelo qual pode afetar o equilíbrio do sistema.⁴¹

Essa, portanto, era a realidade econômica, social e política desde o preparo do anteprojeto da Lei 6.404/76. Como os autores apontaram, várias pequenas mudanças foram feitas e uma mudança maior e mais significativa, mais condizente com a abertura da economia brasileira na virada do século XXI, através da Lei 10.303, foi implementada a fim de corrigir pequenas impropriedades e disparidades que a Lei de 1976 possuía, mas, principalmente, com a finalidade de adequar os dispositivos que regulavam as sociedades anônimas brasileiras ao

⁴¹*Idem.* p. 22.

novo formato do mercado de capitais, que, ano a ano, vem se modernizando e requisitando mudanças legislativas urgentes.

1.3 CONCEITOS, CARACTERÍSTICAS E PRINCÍPIOS REGENTES DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

Para a maioria da doutrina, quando trata da história das sociedades anônimas pelo mundo, geralmente a divide em três períodos distintos: o da outorga de concessões, o da autorização de concessões e o da regulamentação das sociedades. Essa primeira divisão é mais bem explicada por Fábio Ulhoa, que assim distinguiu cada uma das fases:

Costumam-se distinguir os dois primeiros períodos históricos do regime do anonimato, atribuindo ao ato de outorga uma natureza legislativa, contraposta à de ato administrativo de que se reveste a autorização. A mudança de um para outro sistema, portanto, representa inegável simplificação na constituição das sociedades anônimas. Nos Estados Unidos, o surto industrial, ocorrido por volta de 1825, motivou intensa disputa entre muitos dos estados da federação pelos novos empreendimentos. O fim da autorização legislativa para a instalação de companhias foi um dos principais instrumentos da política da atração de capitais desses estados. Na segunda metade do século XIX, o sistema de liberdade de constituição das sociedades anônimas, surgindo no direito inglês, difundiu-se no continente, graças principalmente ao acordo de livre comércio celebrado em 1862 entre França e Inglaterra. Inaugurou-se, então, o terceiro período da história das sociedades anônimas, com o sistema de regulamentação, em que a prévia autorização governamental para seu funcionamento não era mais uma exigência geral. A passagem deu-se na Inglaterra, em 1844; em Portugal e França, em 1867; na Alemanha, em 1870; e na Itália, em 1882. A principal característica do terceiro período era a liberdade de constituição da sociedade anônima, dependendo a sua personalidade jurídica e a limitação da responsabilidade dos acionistas apenas de um registro, feito segundo a disciplina legal da matéria.

A doutrina divide a trajetória histórica das sociedades anônimas em três períodos: outorga, autorização e regulamentação. No primeiro, a personalização e a limitação da responsabilidade dos acionistas eram privilégios concedidos pelo monarca e, em geral, ligavam-se a monopólios colonialistas. No segundo período, elas decorriam de autorização governamental. No último, bastavam o registro, no órgão próprio, e a observância do regime legal específico.⁴²

A outorga era, como bem explicou o autor, quase um privilégio, concedido aos amigos e aos protegidos, que eram os que geralmente detinham as maiores riquezas. Essa condição financeira não era um requisito para conseguir a outorga do Estado, ser rico era apenas uma coincidência e não um pressuposto para essa concessão. A necessidade de um capital para investir na sociedade não era o requisito principal.

⁴²*Op. cit.* p. 62.

Na fase das autorizações, o Estado intervinha só que de forma menos protecionista. Não havia um apadrinhamento. A autorização era dada sim aos mais privilegiados, mas geralmente isso ocorria porque estes possuíam o poder aquisitivo, o capital necessário para fazer prosperar a sociedade, já que os incentivos do Estado, na fase da autorização, eram bem menores que os incentivos concedidos na fase da outorga.

Por fim, na fase de regulamentação, o Estado não tinha a intervenção direta. Ele intervinha, pois sempre foi o Estado o criador das leis (através de seu Poder Legislativo), mas não de forma direta. O Estado regulamentava a forma, o conteúdo, as características das sociedades anônimas. Aqueles que se encaixassem nos desígnios legais, teriam, portanto, condição de regulamentar suas atividades comerciais sob esse título.

Sobre essa conceituação e divisão das S/A fechadas e abertas, Fábio Ulhoa historiou, de forma detalhada, o seu surgimento, tratando das questões relativas a autorizações ou simples regulamentação:

A partir de 1965, em virtude da reforma do mercado de capitais, a lei determinou que somente podiam ser negociadas em bolsas de valores as ações e papéis de sociedades anônimas registradas no Banco Central. Mas esse sistema de monitoramento governamental do mercado de capitais demonstrou sua fragilidade no início dos anos 1970. Após os desastrosos efeitos de uma grande especulação nas bolsas paulista e carioca (o *boom* de 1971), de que resultaram imensos prejuízos a camadas médias da população, além de generalizado descrédito em relação ao investimento em ações, foram adotadas iniciativas para tentar reverter o quadro acentuadamente desfavorável ao fortalecimento do mercado de capitais. Nesse contexto, em 1976, criou-se uma agência estatal especializada no assunto, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, e reformou-se por completo a lei do anonimato. A partir de então, a constituição de sociedade anônima através de apelo aos investidores em geral – tecnicamente: por meio da subscrição pública – passou a depender de autorização do governo. Se o fundador, por qualquer razão, não a quer solicitar, tem a alternativa de constituir a mesma sociedade anônima, mas sem aquele apelo, isto é, por meio de subscrição particular. Caracteriza o direito societário brasileiro da atualidade, portanto, a dualidade de sistemas: o de regulamentação para as companhias fechadas e o de autorização para as abertas.⁴³

Assim, para que recursos sejam captados através da venda de ações no mercado de balcão ou na bolsa de valores, a CVM, necessariamente, será o órgão fiscalizador e a autorização estatal obrigatoriamente terá que ser considerada. O fato de ser através de uma subscrição pública (companhias abertas) não significa que o investimento seja público, que parcela das ações disponíveis seja financiada pelo poder público ou que haja qualquer injeção de capital público na companhia. A autorização é dada pelo Estado para que os acionistas obtenham o direito de expor publicamente a existência da abertura ou do crescimento de uma sociedade anônima e que está ofertando ao público suas cotas (ações) com a finalidade de

⁴³*Op. cit.* p. 63.

captar recursos para lograr êxito em seus empreendimentos (investir no objeto principal da sociedade). A autorização confere à sociedade essa prerrogativa e ainda faz com que a CVM passe a fiscalizar a emissão de ações, o acordo de acionistas, a proteção aos sócios minoritários (verificando se suas garantias estão sendo respeitadas) e outras tantas questões dentro das S/A abertas que podem gerar fraudes, desvios, má administração, etc.

E é a partir desse histórico e, principalmente, da concepção e diferenciação das sociedades anônimas fechadas e abertas, que se pode iniciar uma conceituação. Ou seja, quais são os pressupostos básicos e essenciais para se conceituar uma S/A? A resposta a essa questão é facilmente dada por qualquer doutrinador que trate o tema, pois as S/A possuem características diferenciadas que obrigatoriamente já explicitam o seu objeto principal: o capital. Nesse sentido, Fábio Ulhoa conceituou as sociedades anônimas, *in verbis*:

A sociedade anônima, também referida pela expressão “companhia”, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem.⁴⁴

Interessante observar uma conceituação mais antiga das sociedades anônimas e a percepção que Wilson Batalha teve ao caracterizar as S/A de duas formas distintas:

A CONCEPÇÃO CONTRATUAL E INSTITUCIONAL DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS. Para o jurista, a sociedade anônima resulta de um contrato, o *contrato de sociedade*. Confere-lhe a lei personalidade jurídica, patrimônio próprio, distinto do patrimônio dos acionistas. Limita a responsabilidade destes à cifra representativa das ações subscritas; realizadas as ações que cada qual subscreveu, a nada mais podem ser obrigados, salvo se tiverem agido contra a lei, como, por exemplo, recebendo dividendos fictícios. À base de toda construção jurídica está o contrato de sociedade.

Hoje, entretanto, alude-se uma concepção institucional da empresa. Nessa ordem de idéias, a sociedade anônima não seria apenas um contrato, mas uma *instituição*, que implica subordinação dos direitos e interesses privados aos fins institucionais, aos objetivos sociais, sob forma hierárquica. A mesma concepção justificaria e permitiria as frequentes intervenções legislativas.⁴⁵

Essa concepção de Wilson Batalha é datada de 1973, o que reafirma a grande mudança nos princípios que regiam antigamente as sociedades anônimas e que demonstra quais seriam os princípios basilares da sociedade anônima atual.

Exatamente pelo anonimato dos sócios e pela impossibilidade de se estabelecer um vínculo contratual entre eles – porque as ações que os mesmos detêm são negociais e podem repentinamente mudar de proprietário – o aspecto institucional se mostrou mais coerente para

⁴⁴*Ibidem.*

⁴⁵*Op. cit.* p. 31

caracterizar as S/A. O contrato vincula muito seus signatários; já as sociedades anônimas não criam um espaço para que haja esse vínculo, por isso o capital e a pessoa jurídica da sociedade são as características mais importantes de uma sociedade anônima. Essa modalidade empresária é na verdade uma modalidade cuja impessoalidade dos sócios em nada atrapalha a constituição, o funcionamento, o crescimento e manutenção da companhia. Nesse sentido, escreveu Wilson Batalha:

A sociedade anônima fora criada pela prática sobre o fundamento da liberdade contratual. (...) Foi em nome da liberdade contratual que a liberdade de constituição das sociedades anônimas foi reclamada e concedida em 1867. (...) Entretanto a ideia de contrato revela-se imaginária, sobretudo no que diz respeito às sociedades anônimas. A sociedade é formada entre pessoas que não se conhecem. Essas pessoas variam continuamente, porque seus direitos estão vinculados à posse de ações negociáveis. Não estão ligadas pela lei do contrato, porque os estatutos podem ser modificados em todas as suas disposições. Elas não governam a sociedade porque a lei estabelece órgãos de administração e fiscalização. À teoria institucional não custou demonstrar a inexatidão da concepção contratual, mas custou-lhe muito oferecer concepção jurídica nova. Confundindo erroneamente sociedade e empresa, pretendeu assinalar à sociedade anônima um fim moral – a realização do bem comum. Aceitou facilmente as críticas contra as sociedades por ações em razão de sua atividade e de seu poderio, ao passo que essas críticas não atingem o caráter jurídico da sociedade anônima. Essa forma de capital foi imaginada para agrupar capitais e investi-los nas empresas. Eis seu fim. Uma coisa é o direito da empresa, outra o da sociedade. (...).

Os acionistas não têm direito de propriedade sobre os bens sociais, os administradores são compelidos a agir de acordo com critérios determinados, o Estado intervém para dirigir a economia (*New Deal, Fair Deal*), instituindo um regime social que deixa pequena margem à autonomia da sociedade. A grande empresa moderna tem parentesco muito longínquo com a pequena sociedade de pessoas e de capitais em que os sócios estão vinculados pela *affectio societatis*.⁴⁶

O que caracteriza então uma sociedade anônima? E por que ela tem essa denominação se em seu estatuto social pode constar o nome dos acionistas? A explicação para a expressão “sociedade anônima” não está no fato de que os sócios têm que ficar no anonimato para continuarem sendo acionistas. A sociedade anônima assim se denomina porque o seu objeto maior não é a pessoa do sócio, mas o capital social que ela integraliza à sociedade, o investimento que ela faz ao comprar ações dessa sociedade, pouco importando as suas características pessoais.

De fácil compreensão se torna essa análise, caso seja observado um exemplo simples. A Companhia Vale (antiga Companhia Vale do Rio Doce) tem como principal objeto a exploração de minério. O investidor que compra ações da Vale está investindo nessa sociedade para que ela cresça e o objetivo desse investidor é lucrar com esse crescimento. Se certo acionista vende um lote de ações para outra pessoa desconhecida, os fins da companhia

⁴⁶*Op. cit.* p. 31 e 32.

não se modificam, não se desestruturam, pois os fins de toda sociedade anônima aberta estão comprometidos com o capital, com o seu crescimento e com a possibilidade de captação de mais investidores para conseguir mais capital e, por conseguinte, lucrar mais, pouco importando as qualidades morais, pessoais de quem nela invista, diferentemente das Ltda (limitadas) que geralmente têm sua credibilidade e crescimento ligados ao nome de um determinado proprietário.

Sábias são as lições de Wilson Batalha para arrematar essas definições. Em sua obra, ele explanou com clareza as características (ou os princípios basilares) que regem as sociedades anônimas por todo o mundo. Elas têm algumas diferenças legislativas de país para país, entretanto sua essência, atualmente, é a mesma, como se pode analisar no que prelecionou o autor sobre esse tema:

A sociedade anônima caracteriza-se, essencialmente, pela limitação das responsabilidades de todos os sócios (acionistas) ao valor das respectivas participações. Nisso distingue-se das sociedades em comandita por ações, na qual há sócios ilimitada e solidariamente responsáveis, ao lado de meros acionistas com responsabilidade individual e limitada às participações subscritas.

Nas sociedades anônimas, o capital é dividido em partes autônomas, as ações, que normalmente podem ser transferidas ou oneradas sem a concordância dos demais acionistas. Não é a sociedade anônima sociedade *intuitu personae*, mas exclusivamente *intuitu pecuniae*. Nela não assume aspecto de relevo a personalidade do acionista; só lhe interessam as contribuições, em dinheiro ou em bens, a realização, enfim, das ações subscritas. Estas características a distinguem nitidamente das sociedades por quotas de responsabilidade limitada no Direito brasileiro. (...).

À sociedade por quotas não é irrelevante a personalidade dos sócios, como nas anônimas, exatamente porque são diversos os pressupostos de responsabilidade. (...). Outros elementos característicos do conceito de sociedade anônima encontram-se na divisão do capital social em ações de valor nominal necessariamente idêntico, normalmente transferíveis por ato *inter vivos* ou *mortis causa*. As vicissitudes da vida dos sócios, sua insolvabilidade, sua falência ou sua morte, são irrelevantes para essa típica sociedade de capitais.

Como a responsabilidade dos sócios é limitada ao valor das ações subscritas, a garantia exclusiva dos credores da sociedade anônima é a própria sociedade. Apenas o patrimônio social responde pelas dívidas da sociedade.⁴⁷

Quando o autor afirma que na sociedade anônima a personalidade do acionista não tem relevo e só interessam para esse tipo de sociedade as contribuições, em dinheiro ou em bens, para subscrever o valor das ações, ou mesmo quando ele afirma que as vicissitudes dos sócios, sua vida, sua morte, sua falência são irrelevantes para a sociedade anônima, reforçando que o relevante é apenas o seu capital, em primeira análise essa concepção parece algo extremamente frio, cruel. Parece que não existe proteção alguma àquelas pessoas. Daí poder parecer um enorme contrassenso falar em função social da propriedade, da empresa, da proteção ao acionista minoritário, da intervenção do Estado para garantir ao acionista

⁴⁷*Op. cit.* p. 43 e 45.

minoritário prerrogativas que não são garantidas ao majoritário e outras proteções conferidas por lei. Isso então não seria se importar, se preocupar com a pessoa do sócio? Isso então não seria tornar a sociedade anônima mais humana e, portanto, retirar a sua característica de impessoalidade e anonimato, já que tais preocupações existem? A resposta é não.

Quando há uma preocupação exclusiva com a proteção do sócio minoritário, quando há uma preocupação intensa quanto ao cumprimento de preceitos da propriedade e de sua função social, o legislador não retirou em nada o caráter impessoal da sociedade anônima. A sua preocupação não é com a pessoa do sócio minoritário, mas com o seu capital investido na sociedade, por ser ele minoritário e ter menos condição de cuidar desse capital. Se o minoritário perde esse capital, se ele sofre com fraudes e com uma administração social que o excluem, duas coisas ocorrem: 1) ele deixa de ser um possível investidor e passa a não confiar nesse tipo de investimento por considerá-lo de risco – e assim todo e qualquer investidor minoritário receria investir nas S/A; 2) fica comprovada a ineficácia e a incompetência do Estado na criação de leis, já que estas existem e não são devidamente praticadas ou respeitadas, ou, por outro lado, existem, mas são insuficientes.

Quando o Estado intervém em uma S/A, criando leis que protejam os acionistas minoritários e exigindo o mínimo do cumprimento da função social da empresa, ele não está se preocupando com pessoas, com seus problemas, sua vida, suas histórias. Ele se preocupa com a coletividade como um todo, que poderá ser atingida se a economia se desestabilizar por causa do comportamento desenfreado das S/A que não seguem as normas por ele ditadas. E também está preocupado com a crise financeira que as S/A podem sofrer, se os pequenos investidores, percebendo que não há para eles nenhum tipo de proteção, passarem a temer e a desacreditar que o investimento em sociedades anônimas no Brasil seja algo seguro e sólido.

Se os pequenos investidores (acionistas minoritários) passarem a ver as sociedades anônimas como um investimento de risco, que poderá captar seu pouco dinheiro poupado com dificuldade ao longo de uma vida toda e que em troca nada lhes será oferecido, esses minoritários vão preferir lucrar menos, mas manter suas economias em cadernetas de poupança ou em outras fontes de investimentos. E isso é péssimo para as sociedades anônimas, que só visam captar ainda mais recursos para crescer e multiplicar seu patrimônio; e também é péssimo para a economia do país, que fica desacreditado por não conseguir criar uma legislação protetiva mínima para seus investidores, o que obviamente os afastará.

Assim, pode-se afirmar que os princípios regentes das sociedades anônimas brasileiras são: 1) a responsabilidade limitada dos sócios (acionistas) somente até o limite do patrimônio subscrito na sociedade; 2) a divisão desse patrimônio (capital social) em ações; 3)

a impessoalidade dos sócios (daí a denominação e a condição de anônima da sociedade). A partir dessas características se constroem todas as outras, que se encontram atualmente regidas pela Lei n° 10.303/2001 ou que, para alguns autores, se encontram regidas pela Lei n° 6.404/1976, com as modificações trazidas pela Lei n° 10.303/2001, já que muitos dispositivos da Lei de 1976 continuam vigentes.

Toda sociedade anônima tem personalidade própria, ou seja, é uma pessoa jurídica de direito privado. Essa característica da limitação da responsabilidade do capital social nas S/A encontra-se plenamente explícita no art. 1.088 do CC (Código Civil), e Gustavo Tepido, Heloísa Helena e Maria Celina, além de transcrevê-lo, teceram importantes comentários sobre as características das S/A:

Art. 1.088. Na sociedade anônima ou companhia, o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir. (...).

O capital social das sociedades anônimas divide-se em parcelas de igual valor denominadas ações, as quais consistem em títulos de participação que conferem ao seu titular a condição de acionista, permitindo-lhe exercer direitos e deveres inerentes a esta condição, os quais variam de acordo com a espécie ou classe de ação. (L. 6.404/1976, arts. 15 a 18).⁴⁸

Desse modo o Código Civil tem o papel de corroborar aquilo que lei especial disciplinar sobre as sociedades anônimas, pois a regulamentação das S/A compete a legislação específica, diferentemente das demais empresas, que são organizadas pelo próprio Código Civil; este se limita apenas a mencionar as principais características das S/A e complementar a lei específica naquilo em que ela se omitir (art. 1.089, CC).

Quanto à liberdade de circulação, salvo os casos de sociedades anônimas de capital subscrito fechado (subscrição privada) por determinação de seu estatuto social, as sociedades anônimas de capital aberto, que podem circular e ser negociadas nas bolsas de valores ou mercados de balcão, têm como característica ações que constituem títulos de livre negociação, conforme dispõe o art. 36, da LSA. Essa característica da livre negociação é que consolida a condição do anonimato das sociedades de capital aberto, pois seu quadro de acionistas pode apresentar constantes alterações, como observaram os autores Gustavo Tepido, Heloísa Helena e Maria Celina:

Salvo expressa limitação estatutária, possível apenas em pequenas estruturas que se chamam sociedades anônimas fechadas, isto é, aquelas cujos valores mobiliários não são admitidos à negociação em bolsa ou mercado de balcão (L. 6.404/1976, art. 4°), as ações constituem títulos livremente negociáveis (L. 6.404/1976, art. 36), de forma

⁴⁸*Op. cit.* p. 260 e 261.

que o quadro societário apresentar-se-á em constante alteração. Em hipótese alguma se admitirá o impedimento absoluto à negociação das ações por uma sociedade anônima, pois a nenhum acionista é dado impedir o ingresso de terceiros na sociedade; a estes bastará adquirir ações por ato *inter vivos* ou *mortis causa* para que passem a integrar a sociedade. Neste caso, como leciona Fabio Ulhoa Coelho, “por se tratar de sociedade institucional, nem será lícito aos sucessores do acionista morto pleitear a apuração dos haveres deste. O herdeiro ou legatário de uma ação transforma-se, queira ou não, em acionista da sociedade anônima” (*Manual*, p. 178).⁴⁹

Mais uma vez fica reforçado o caráter institucional das S/A abertas e da impessoalidade dos sócios, mesmo que, por exemplo, em uma sociedade anônima de capital aberto, um único indivíduo, uma única pessoa seja detentora de mais da metade de todo o patrimônio, de todo o capital investido naquela S/A; a sua morte não faz com que a sociedade seja liquidada, não poderão os herdeiros daquele único acionista majoritário pleitear a apuração dos haveres daquele acionista. Aos herdeiros ou legatários só existem duas possibilidades: 1) assumirem como acionistas o lugar do *de cuius*, tendo os mesmos direitos e obrigações que este possuía antes de seu falecimento; 2) colocarem essas ações à disposição, na bolsa ou no mercado de balcão, para quem quiser adquiri-las, podendo ser os próprios acionistas que compõem aquela sociedade ou terceiros nunca antes investidores daquela S/A.

Toda S/A é obrigatoriamente uma sociedade empresária, não importando o seu objeto de exploração. Ela sempre visará ao lucro e terá como característica principal o seu capital. Por isso toda S/A está sujeita ao regime falimentar. E sobre a responsabilidade limitada, algumas dúvidas ficam pendentes quando se trata de limitar a responsabilidade do acionista somente ao valor, ao capital que ele subscreveu na emissão das ações. Esse detalhe do capital de emissão, ou seja, o capital inicial é muito importante, haja vista que a transferência por alienação de um acionista para terceiro pode se dar por qualquer valor, inclusive de forma gratuita, por doação; esse valor, a menor ou a maior de uma forma especulativa, nada tem a ver com o que é de responsabilidade do acionista perante a sociedade. Nesse sentido, faz-se mister colacionar as lições doutrinárias do *Código Civil interpretado* de Gustavo Tepedino, Heloísa Helena e Maria Celina:

Nas sociedades anônimas, verifica-se verdadeira limitação da responsabilidade dos sócios. Os acionistas somente respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que subscreveram ou adquiriram. No ato de lançamento originário das ações pela sociedade, a companhia atribuirá preço de emissão aos títulos lançados. A subscrição constitui ato de aquisição originária da titularidade de uma ação, que pode se verificar tanto na própria constituição da companhia, como em eventual aumento de capital, mediante o lançamento de novas ações. O ato de subscrição pressupõe compromisso assumido pelo titular originário das ações de que

⁴⁹*Op. cit.* p. 261 e 262.

irá pagar o preço de emissão na forma e condições estipuladas em estatuto ou escritura de emissão. Este primeiro valor, então, o preço de emissão, constitui o limite de responsabilidade dos acionistas. Uma vez integralizado o preço de emissão, o acionista nada mais deve à sociedade e não responde pelas dívidas sociais, ainda que não se encontre integralizado todo o capital social.

Na forma do art. 108 da L. 6.404/1976, caso um acionista negocie suas ações sem que o preço de emissão esteja integralizado, haverá solidariedade entre alienante e adquirente, perante a sociedade, pelo preço de emissão das ações objeto do negócio. A responsabilidade do alienante cessa em dois anos, a contar da data da transferência de cada ação.⁵⁰

No mesmo sentido já prelecionava o saudoso doutrinador José Xavier Carvalho de Mendonça, em seu *Tratado de direito comercial brasileiro*, que já em 1963 tinha essa mesma concepção sobre as sociedades anônimas:

A sociedade anônima é aquela em que todos os sócios denominados acionistas ou acionários, respondem pelas obrigações sociais até o valor com que entraram ou prometeram entrar para a formação do capital social.

O traço específico, essencial, que a distingue das outras formas de sociedade, é a responsabilidade limitada de todos os sócios.⁵¹

Essas características, preceitos básicos, princípios primários, enfim, qualquer que seja a denominação que se queira dar, já há mais de meio século vêm sendo trabalhadas pelas sucessivas leis, pelas obras doutrinárias, pelos questionamentos de juristas, empresários e grandes investidores das sociedades anônimas brasileiras. Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões, na sua recente obra *Direito das companhias*, também trataram o tema de uma forma mais moderna e recente, falando sobre a era das sociedades anônimas e de como foram elas as responsáveis por modelar a economia brasileira nos tempos atuais. E muito interessante é inversão que os autores deram ao tratamento da ordem jurídica e econômica, sob a ótica das sociedades anônimas. Estas contribuíram para que a economia e o direito estivessem como estão? Ou foi o direito e a economia que esculpiram essa atual modalidade de sociedades anônimas? Em breve explanação sobre a era das sociedades anônimas, os autores assim dispuseram:

As grandes empresas privadas que comandam o universo econômico – que produzem os bens de que necessitamos, que prestam os serviços de nossa vida rotineira, que realizam as pesquisas que estimulam a marcha do progresso, que mobilizam recursos que as equiparam, quando não superam, os de muitos Estados, e que são afinal os agentes da economia de mercado em que vivemos – não teriam sido possíveis sem o recurso ao tipo societário anônimo.

⁵⁰*Op. cit.* p. 262.

⁵¹MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Vol. III. São Paulo: Freitas Bastos S/A, 1963, p. 285.

Diz bem Carlo Emilio Ferri (1965, v. I, p. 15), nas discussões sobre a reforma das sociedades por ações, que ela derruba o mito do materialismo histórico – de que a organização econômica gera direito – pois frequentemente, como no caso, a ordem jurídica condiciona ou promove a estrutura econômica.

Têm razão, pois, George Ripert, quando rotula a época atual como a “Era das sociedades por ações”, e Ascarelli, ao afirmar que a lei das S.A. é o direito constitucional da atividade econômica.⁵²

De inegável importância e de alto patamar dentro da crescente economia brasileira estão as sociedades anônimas. A importância que a LSA tem ao regulamentar as sociedades por ações é ainda maior se for imputada às S/A o papel de cartão postal da modernidade econômica. Se há uma mola propulsora para a economia mundial se encontrar como está, essa mola é a sociedade anônima, e, por conseguinte, as leis responsáveis por regulá-las são verdadeiras constituidoras do processo econômico, no Brasil e no mundo. Daí a inegável importância que a Lei nº 6.404/1976 e suas reincidentes modificações têm no atual cenário de abertura e crescimento econômicos do país.

Daqui em diante, o caráter do direito privado, do direito contratual, da propriedade privada irrestritos devem ceder lugar a noções mais institucionais, coletivas, funcionais, sociais, protetivas. Essa ideia surge e se consagra no Brasil com a Constituição de 1988. E o cumprimento desses dispositivos e princípios constitucionais que consagram a ética, a moral, a boa-fé contratual, o cumprimento da função social devem estar presentes na legislação das sociedades anônimas para regulamentar situações de desigualdade, de fragilidade, de injustiça, que existem em toda parte, mas principalmente em um meio competitivo e tão disputado como o meio econômico-financeiro. Para preservar a ordem, a lei, a justiça, os direitos e as garantias, órgãos fiscalizatórios e dispositivos legais consagram na atualidade o difundido direito das minorias solidificado pela atual Constituição Federal brasileira.

1.4 A RESPONSABILIDADE SOCIAL, OS PRINCÍPIOS CONSTITUCIONAIS E O CUMPRIMENTO DAS FUNÇÕES SOCIAIS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

O populismo e as ações estatais de assistência do Estado para com o povo nunca foram significativas durante séculos e séculos de pobreza e miséria na Antiguidade Clássica, na Idade Média, Moderna ou Contemporânea. Essa responsabilidade social, ao contrário, era pouco observada nesses períodos históricos. Mas ocorria uma vez ou outra isoladamente. A

⁵²*Op. cit.* p. 1 e 2.

responsabilidade social que interessa especificamente à pesquisa inicia-se com o Crack da Bolsa de Valores de Nova Iorque, deu-se, por parte do Estado, o chamado *Welfare State* (estado de bem-estar social) norte-americano, momento característico no qual o Estado passou a se preocupar com o cidadão e com seu bem-estar. A Declaração Universal dos Direitos Humanos (1948), após a Segunda Guerra Mundial, em pleno século XX, com a criação da ONU, foi outro grande marco isolado em que os direitos do cidadão, a preocupação com a coletividade, as limitações ao poder de contratar e adquirir propriedades privadas indistintamente, o acúmulo de capitais passara a ser mais controlados, tendo-se que cumprir a chamada função social.⁵³

No Brasil, o CC/1916 representava a institucionalização da primazia das relações privadas sobre as públicas. O direito à propriedade era irrestrito. A livre vontade das partes ao contratar também não tinha qualquer tipo de barreira ou impedimento. Tanto que obras doutrinárias mais antigas, que observavam as sociedades anônimas no início do século passado, mencionavam que sua natureza era de direito contratual. O caráter institucional das sociedades anônimas só foi observado mais tarde.

Dessa forma, foi mesmo a Constituição Federal de 1988 que consolidou no Brasil as práticas dos direitos difusos e coletivos. E foi dela que surgiu e se consagrou a importância do cumprimento da função social em qualquer iniciativa privada que se produzisse.

Mas é fato também “*que a grande força criadora do Direito Comercial sempre foi o engenho humano à procura do lucro, e o comerciante para alcançá-lo buscou e soube abrir seus próprios caminhos*”.⁵⁴

Como estatuiu o professor Nelson Nery Júnior, ao elaborar o prefácio da obra de Écio Perin Júnior, *A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*, sobre o tema em comento:

Foi na liberdade de contratar que o empresário encontrou o grande instrumento criador de riqueza e instituidor de inovações, e essa grande e tradicional via não deve ser obstruída pelas regulamentações excessivas ou minuciosas, que esterilizam a capacidade criadora dos homens, e terminariam por igualar, em uma medíocre burocracia mercantil, a grande e fecunda luta da competição e concorrência que fez e faz a grandeza econômica de tantos povos.

Evidentemente que essa liberdade de contratar, própria do direito privado, deve ser exercida em atendimento às cláusulas gerais da *função social do contrato*, da *função social da empresa*, da *função social da propriedade* e da *boa-fé objetiva*, institutos que permeiam tanto o direito civil como o direito comercial e foram expressamente adotados pelo Código Civil de 2002 (v.g., arts. 421 e 422).

⁵³ VICENTINO, Cláudio & DORIGO, Gianpaolo. *História geral e do Brasil*. São Paulo: Scipione, 2008, p. 205 e ss.

⁵⁴ LAMY FILHO, Alfredo. A reforma da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XI, n. 7, p. 138, 1972.

Existe um trinômio que, a nosso juízo, é fundamental para o desenvolvimento de qualquer atividade econômica: *liberdade nos campos em que se possa legitimamente prosperar a inventiva do empresário; responsabilidade para os que abusarem dessa liberdade; e disciplina onde o interesse público assim o exige.*

(...).

Percebe-se, pois, que o extenso campo da liberdade de ação do empresário e de sua atividade inventiva foi sempre resguardado e favorecido.

É evidente que essa liberdade não exclui a disciplina necessária, nem a regulamentação oportuna, como já dito acima. O problema é, apenas, de medida, e deve ser ponderado como advertência a resguardar-nos de excessos *cesaristas*. Esse “temperamento” tem que ver com a noção de *proporcionalidade* que deve presidir as relações e situações jurídicas privadas.⁵⁵

Com muita propriedade, Nelson Nery Júnior prefaciou a obra de Écio Perin Júnior e devidamente colocou a importância da liberdade de contratar que sustentou por séculos a competitividade e a concorrência comerciais, tão salutares, e que proporcionaram a grandeza econômica do mundo atual. As sociedades anônimas só poderiam chegar hoje ao patamar a que chegaram, e a economia mundial só estaria tão provida da grande riqueza, tecnologia e avanço a serviço do homem, se o processo histórico, econômico e político fosse exatamente dessa forma como que se deu, com todos os momentos em que muito mais prevaleceram as vontades dos prósperos e poderosos que a vontade do povo.

Entretanto, o autor ressalta a importância da necessidade de freios, de liberdade com responsabilidade e de disciplina. Ressalta ainda a importância de se respeitar princípios basilares das relações comerciais atuais, como o cumprimento das funções sociais do comércio, da empresa, da propriedade privada, do contrato e ainda da boa-fé objetiva. Ou seja, o brilhante autor defende a liberdade, a riqueza e a prevalência das relações privadas dentro das sociedades anônimas, pois sem essas características jamais seria possível a continuidade de companhias, que visam exclusivamente ao capital e ao lucro. Entretanto, o autor não se esqueceu de que a liberdade privada do capital deve ser regida pela teoria da proporcionalidade, que visa resguardar direitos e consolidar garantias. Todo esse processo, que gerou essa tomada de consciência, consolida o que se denomina hoje de revolução do empresariado, ética do lucro, responsabilidade empresarial.

As sociedades anônimas devem, portanto, ser presididas, guiadas, assistidas e orientadas, em suas relações privadas, pelas noções jurídicas que garantam a proporcionalidade dessas relações – sem ferir e tolher a capacidade e as atividades inventivas, sem comprometer os investimentos e as injeções de capital na economia, mas também sem deixar de fazê-lo com responsabilidade, seguindo à risca as regras e os mecanismos que

⁵⁵NERY JÚNIOR, Nelson. In PERIN JÚNIOR, Écio. *A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*. São Paulo: Saraiva, 2004, pp. XIII e XIV.

possam garantir, não de forma utópica e irreal, mas pelo menos de forma satisfatória, que sejam coibidas as fraudes dentro do sistema societário brasileiro.

Completando, de forma brilhante o seu prólogo, Nelson Nery arrematou:

A questão a que se refere a tutela dos acionistas minoritários tem apresentado, em nosso sistema jurídico, uma feição *pendular*. Do ponto de vista legislativo, ora ocorre a proteção aos minoritários, ora não se percebe isso claramente.

No contexto social e político-econômico em que se encontra nosso país, não rara é a utilização de meios disformes em relação ao Direito, objetivando-se a satisfação de interesses pessoais ou corporativos, lesando-se a companhia como um todo e seus acionistas isoladamente considerados.

Tornou-se evidente a necessidade de ampliação da proteção dos interesses e direitos das partes não detentoras dos poderes de condução e gestão dentro da companhia.

A ordem jurídica tem mostrado certa evolução nesse sentido, procurando adequar-se à situação econômico-financeira.

Assim, resta não apenas dar prosseguimento a esse avanço social como buscar o aperfeiçoamento, de modo a tornar concretas essas medidas teóricas, para não torná-las distantes das questões fáticas apresentadas pelas constantes evoluções sociais.⁵⁶

E assim é que se percebe a necessidade, a carência de um sistema mais protetivo, que evite fraudes, acordos irregulares de acionistas e outros tantos problemas que as sociedades anônimas podem trazer aos seus acionistas, se mal geridas. É daí que se entende a importância de se observar o pleno cumprimento das funções sociais da empresa e da propriedade privada, pois as grandes companhias, além de atingirem seus acionistas, podem trazer benefícios ou dificuldades para toda uma comunidade.

Em importante artigo publicado pela Revista Mercantil, Paulo Roberto Colombo e Ademar Ribeiro trataram de importantes temas como o Terceiro Setor, a cidadania empresarial e a função social, que devem estar presentes nessa nova concepção empresária que as companhias vêm desempenhando numa sociedade e numa economia globalizada. *In verbis*:

Com o surgimento do chamado Terceiro Setor da Economia, no início da década de 90, ainda no século passado, o setor empresarial foi atingindo pelo que poderíamos denominar de “sopro de modernidade”, isto é, o interesse pelo exercício da “cidadania empresarial”.

Quando se fala em cidadania empresarial, pode-se afirmar que, através de sua implementação, se materializa a “função social da empresa”. Dessa forma, tem-se o exercício da atividade empresarial com “responsabilidade social”.

A intensificação do sentimento de cidadania empresarial no Brasil reflete a falta de capacidade e de credibilidade do governo na busca de soluções para os problemas sociais que afligem a sociedade brasileira.

Até recentemente, o empresariado brasileiro entendia que o seu papel era apenas pagar impostos e criar empregos, e que seria responsabilidade do Estado resolver os problemas sociais. Atualmente, o empresariado sabe que o Poder Público, em todas as esferas, mal tem recursos para financiar sua pesada máquina administrativa.

⁵⁶*Op. cit.* p. XIV e XV.

A embrionária atividade de cidadania empresarial no Brasil sofre redução de investimentos sempre que ocorre um agravamento na crise econômica por que passa o país e o mundo. Esta estimativa foi feita pelo Gife – Grupo de Institutos, Fundações e Empresas, a principal entidade de incentivo à inserção das empresas privadas em operação no país no Terceiro Setor.

A cidadania empresarial nasceu da compreensão de que as empresas têm muitos direitos, mas também responsabilidades. Essa atividade tem crescido numa progressão geométrica em todo o mundo. Nos EUA há cerca de 40 mil fundações empresariais que investem, aproximadamente, US\$ 400 bilhões por ano em desenvolvimento social.

Embora o investimento social das fundações empresariais norte-americanas seja cerca de mil vezes superior ao esforço equivalente no Brasil, a atuação social das fundações empresariais no Brasil, quando comparada com o desempenho do governo no setor, não deve ser desprezada.⁵⁷

Se há décadas e séculos atrás as grandes sociedades anônimas se erguiam somente com ajuda dos investimentos e incentivos financeiros e fiscais do Estado, hoje a realidade torna-se cada vez mais contrária. As grandes companhias brasileiras e mundiais conseguem captar recursos de grandes, médios e pequenos investidores. E muitas delas sobrevivem sozinhas sem nenhuma entrada de capital público. Mas com essa nova roupagem que as sociedades anônimas pretendem ter no Brasil, as empresas, ao se inserirem no processo de cidadania empresarial, além de não precisarem mais dos recursos estatais, estão assumindo, em muitos pontos, o que seria obrigação exclusiva do Estado.

E quanto mais a empresa se comprometer com a comunidade, mais a população terá, em relação às empresas, uma visão melhor. A população passará a se comprometer com o crescimento da empresa. Se hoje existem incentivos públicos para que pequenos poupadores invistam em ações de sociedades de economia mista, como a Petrobras, ou em Títulos da Dívida Pública, chegará um momento em que os pequenos acionistas se sentirão confortáveis e terão a confiança de investir suas pequenas poupanças em grandes sociedades anônimas totalmente privadas. As empresas e a comunidade estarão, portanto, cada vez mais estreitando seus laços na medida em que as grandes sociedades anônimas cumpram, progressivamente, suas funções sociais, que são previstas constitucionalmente. E como bem observaram os autores do artigo *A revolução do empresariado*, quando analisaram essas possibilidades: “*Este salto cultural, social e econômico, certamente, deverá ser monitorado sob um enfoque científico.*”⁵⁸. Os autores ainda completaram suas lições, tratando da revolução do empresariado e particularmente da sua mudança de paradigmas e mentalidade, quando afirmaram que o empresariado brasileiro começa a sentir a importância do cumprimento da função social da empresa:

⁵⁷ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo & RIBEIRO, Ademar. A revolução do empresariado. *Revista de Direito Privado*. São Paulo, RDPriv 9/2002, jan.-mar., p. 240, 2002.

⁵⁸*Ibidem*. p. 241.

Os empresários brasileiros estão modificando o conceito que, até pouco tempo, tinham, da organização empresarial. A empresa não existe somente para gerar lucros, o que antes era seu escopo fundamental; esta, segundo a moderna mentalidade dos empresários, deve, também, se preocupar com a melhoria das condições de vida do ser humano, primeiramente da sua equipe de colaboradores, e num segundo momento, com a comunidade na qual a organização está inserida. Atualmente, com o surgimento das megaempresas, o poder das mesmas em relação ao Estado vem crescendo de forma assustadora. A empresa, da forma pela qual é hoje conhecida, não é mais uma mera produtora ou transformadora de bens que coloca no mercado. É, antes de tudo, um poder, ou seja, deve essa instituição possuir uma função social.⁵⁹

O que é cumprir a função social da propriedade privada, seja ela contratual ou institucional? A Constituição Federal de 1988, em vários artigos, trata dessa função social. O art. 170, por exemplo, afirma que a ordem econômica brasileira se fundamenta na livre iniciativa e na valorização do trabalho humano. Trata ainda de termos como “assegurar a existência digna” e a “justiça social”. Mas, além disso, traz também em seus princípios norteadores a propriedade privada assegurada, desde que esta cumpra sua função social; trata da livre concorrência, da defesa do consumidor, da defesa do meio ambiente, da redução das desigualdades sociais e regionais. Essas são diretrizes e princípios gerais da atividade econômica no Brasil. Isso não significa que esta seja uma obrigação exclusiva do Estado, muito pelo contrário. Já no art. 170, da CF/88 se inserem as empresas e os grupos empresariais. Ou seja, as grandes companhias, as grandes sociedades anônimas já devem estar se comprometendo com todas essas diretrizes.⁶⁰

O art. 186, da CF/88, por sua vez, trata da política agrícola e fundiária do país, e mais particularmente do cumprimento da função social da propriedade rural. O artigo explica exatamente o que é, para uma propriedade rural privada, cumprir sua função social: o aproveitamento racional e adequado da terra; a preservação do meio ambiente e a utilização de seus recursos naturais de forma adequada; a correta observação das normas trabalhistas e uma exploração da terra que favoreça tanto os proprietários quanto os trabalhadores.⁶¹

Outros tantos artigos constitucionais, do Código Civil e da própria Lei das Sociedades Anônimas, de forma direta ou indireta, apontam caminhos e mecanismos para que as grandes companhias façam investimentos sociais dos mais variados. E isso já vem acontecendo no Brasil, de forma tímida ainda, mas dando mostras de que se trata de uma

⁵⁹ *Idem. Ibidem.*

⁶⁰ BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, DF: Senado, 1988, art. 170.

⁶¹ ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo & RIBEIRO, Ademar. A revolução do empresariado. *Revista de Direito Privado*. São Paulo, RDPriv 9/2002, jan.-mar., p. 186, 2002.

realidade que vai se perpetuar. Paulo Roberto Colombo e Ademar Ribeiro tratam ainda da responsabilidade social das empresas, citando inclusive o forte exemplo da Fundação Bradesco, que, ocupando “*a liderança entre as fundações empresariais que mais investem em educação básica para populações carentes na América Latina, se constitui em um dos principais exemplos, no Brasil*”.⁶²

Finalizando o seu artigo sobre a revolução do empresariado, uma revolução social de apoio à comunidade, os autores deixaram as seguintes lições concludentes de seu trabalho:

Trocando em miúdos, o termo responsabilidade social nada mais é que o comprometimento do empresário com a adoção de um padrão ético de comportamento, contribuindo para o desenvolvimento econômico uma estratégia que não só melhora a qualidade de vida de seus funcionários, mas a multiplica por meio de suas famílias, da comunidade e da sociedade. É a empresa atuando como agente social no processo de desenvolvimento.

O conceito de responsabilidade social, embora relativamente novo, vem ganhando adeptos rapidamente entre os empresários. Sem dúvida, eles já perceberam que contribuir para o bem-estar da comunidade em que atuam é o divisor de águas entre as empresas que atuam positivamente em seu meio e as que se omitem. O respeito ao ambiente, a valorização do homem e o fomento à cultura estarão entre os principais fatores determinantes do sucesso mercadológico das empresas neste milênio.

Já é possível afirmar que a Responsabilidade Social Empresarial, no Brasil, superou uma primeira fase de assimilação e agora começa a ser, de fato, incorporada ao dia a dia das organizações.⁶³

Em um sentido mais crítico, Paulo Roberto Colombo e Taís Cristina de Camargo, trataram também o tema no artigo publicado na *Revista de Direito Privado*, intitulado *Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada*. Os autores também atacam essa responsabilidade social e o devido cumprimento das funções sociais que a empresa tem não só com a produção de lucros, mas com toda uma cadeia de obrigações que dela emanam. Ou seja, grosso modo, cumprir a função social empresarial engloba o compromisso que a empresa tem com seus funcionários e suas famílias, com sua ética administrativa, seus acionistas minoritários, seu público-alvo (os consumidores de seus produtos), a comunidade local com quem lida diretamente, a preservação do meio ambiente, enfim, com toda uma gama de responsabilidades que englobam direitos difusos e coletivos e não se restringem apenas em ser estatuídos pelas leis que disciplinam aspectos das sociedades anônimas. Assim lecionaram Paulo Roberto Colombo e Taís Cristina de Camargo:

Podemos afirmar que atribuir alguns deveres sociais a essas entidades não significa esquivar o Estado de funções que lhe são próprias. Na economia moderna, ambos devem trabalhar juntos, pois é notório que a atividade empresarial assumiu

⁶²*Op. cit.*, p. 245.

⁶³*Op. cit.* p. 246 e 247.

dimensões extraordinárias que cada vez mais vêm se acentuando nesta época de globalização. A crescente concentração de riquezas que estamos presenciando com os grandes conglomerados empresariais tornará, em não muito tempo, insustentável o ciclo produtivo, caso permaneça essa visão antiquada da empresa capitalista. Importante ressaltar que sua contribuição à sociedade não significa uma diminuição dos lucros. Pelo contrário, podemos felizmente constatar uma sensível melhora nas condições econômico-financeiras das instituições que têm adotado medidas de caráter social. São alternativas viáveis e necessárias a esse novo contexto mundial. A sociedade está cobrando cada vez mais essa atuação.⁶⁴

Foi no art. 17, da Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão de 1789 que a propriedade privada foi reestruturada a favor da burguesia. Esse artigo consagrou o direito à propriedade como algo sagrado e inviolável, como o era na Roma antiga, quando o proprietário detinha poder e domínio absoluto sobre seus bens privados. Entretanto, com o passar das décadas, essa estrutura protetiva incondicional seguia deixando seus rastros, produzindo situações de injustiça, mesmo no cumprimento de um estrito direito amparado por lei, como as grandes propriedades rurais que serviam como reserva de valor e que ficavam inexploradas por anos; a retenção de estoques de mercadorias para forçar um aumento artificial de preços no mercado. Esses são apenas dois exemplos de como o direito à propriedade indiscriminado poderia ser prejudicial. Ou seja, era legal, mas não era legítimo, não era justo.

Muitos filósofos, pensadores, escritores, clérigos escreveram sobre a função social da propriedade ao longo dos tempos: São Tomás de Aquino, Auguste Comte, Karl Renner e Leon Duguit (dois grandes juristas) e mais modernamente Fábio Comparato, Marcelo Bertoldi e outros juristas que refletem em suas obras a importância que dão ao cumprimento das funções sociais do empresariado e das sociedades anônimas, especialmente no que concerne às minorias acionárias.⁶⁵ Eduardo Tomasevicius Filho, em seu artigo denominado *A função social da empresa*, trata do tema, inclusive citando as legislações modernas que englobam o assunto:

A função social da empresa constitui o poder-dever de o empresário e os administradores da empresa harmonizarem as atividades da empresa, segundo o interesse da sociedade, mediante a obediência de determinados deveres positivos e negativos.

(...)

A Lei das Sociedades por Ações (Lei 6.404, de 15.12.1976) trata da função social da empresa no par. ún. do art. 116, ao estabelecer que o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa,

⁶⁴ *Op. cit.*, p. 294.

⁶⁵ VICENTINO, Cláudio & DORIGO, Gianpaolo. *História geral e do Brasil*. São Paulo: Scipione, 2008, p. 180 e ss.

para com os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Já o art. 154 desta lei determina que o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e nos interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa. Estes mesmos deveres são prescritos ao conselho fiscal das companhias, por disposição expressa do art. 165 do mesmo diploma legal.

Vê-se que estes artigos da Lei das Sociedades por Ações limitam-se a prescrever a função social da empresa, sem, contudo, definir seu conteúdo.⁶⁶

Atualmente, mesmo sem a definição legal contida na própria LSA ou no Código Civil, que só mencionam a obrigatoriedade do cumprimento dessa função social, mas não a conceituam, a doutrina tem entendido que muito contribuiu para essa conceituação o citado art. 170, da Constituição Federal de 1988, que trata da ordem econômica e financeira do país, a qual, deliberadamente, não é mais função somente do Estado. Justiça social, livre iniciativa, existência digna de todos, propriedade privada resguardada (desde que cumpra devidamente suas funções sociais), proteção ao consumidor e a qualquer outro hipossuficiente (inclusive nos casos específicos de acionistas minoritários, principalmente os trazidos através do incentivo das poupanças populares), proteção ao meio ambiente (biológico, cultural e do trabalho), proteção aos funcionários da empresa (trabalhadores, prestadores de serviços), proteção à livre concorrência e à competitividade saudável, enfim, essas e outras tantas ações contidas e previstas no art. 170, da CF/88, em outros artigos da Carta Magna, em outros diplomas legais ou até mesmo não disciplinados – mas que são legítimos por serem respaldados pela ética, boa-fé e bom senso dos grandes administradores – são as ações que estão a cada dia se enraizando mais e mais no pensamento moderno do empresariado.

⁶⁶TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A função social da empresa. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, RT 810/2003, p. 53, abr., 2003.

CAPÍTULO II

INTROITOS CONCEITUAIS, ESTRUTURAIS E CARACTERÍSTICOS DO MERCADO DE CAPITAIS E DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS À LUZ DA LEGISLAÇÃO ACIONÁRIA VIGENTE

“O acionista, disse-me um amigo que passava, é um substantivo masculino, que exprime ‘possuidor de ações’ e, por extensão, credor dos dividendos. Que a diretoria administre, vá, mas que lhe tome o tempo em prestar-lhe contas, é demais”

(Machado de Assis – A Semana – 11 de novembro de 1900)

2.1 CARACTERÍSTICAS E CONCEITOS ESTRUTURAIS DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

Após observar a importância que o Estado teve na formação das sociedades por ações e das grandes companhias nas fases de outorga e autorização, durante muitos séculos, chega-se à moderna sociedade por ações, que geralmente é regulamentada por lei e que no Brasil, mais precisamente, é regulamentada pela Lei n. 6.404/1976, com as significativas contribuições trazidas em 2001 pela Lei n. 10.303 e por outros diplomas legais posteriormente publicados. Nessa fase de regulamentação, o papel do Estado é outro. O Estado é ente fiscalizador, é o mantenedor do cumprimento do regramento que disciplina o funcionamento das S/A, portanto não tem mais o antigo papel de acionista majoritário e de maior mantenedor das grandes companhias.

Atualmente, como bem assevera Ricardo Negrão em sua obra *Manual de direito comercial e de empresa*, as sociedades por ações logo se distinguem das demais, em função dessas peculiares características que se amoldaram com o tempo e que hoje estão distintamente afixadas pela legislação. O autor assim observa:

Desde seu nascedouro, distingue-se a sociedade por ações das demais porque seus títulos são negociáveis sem necessidade de anuência dos demais sócios, facultando-lhes o livre ingresso na sociedade. Outra característica própria das sociedades por ações é que elas são sempre empresárias, independente de seu objeto social, isto é, mesmo que este não se constitua em atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou serviços, sua estrutura denunciará sua qualidade empresarial. Em consequência, torna-se possível a constituição de sociedades anônimas para o exercício de atividades não empresariais por natureza, cujos fins sejam meramente intelectuais, artísticos, científicos ou literários (v. g., hospitais, escolas, centros de pesquisas), transmutando, *ipso facto*, a qualidade de seu objeto.

O capital social divide-se em unidades denominadas ações, e os compradores destas, acionistas, respondem apenas até o preço de emissão das ações que subscreverem ou adquirirem.⁶⁷

Comparando as observações do autor à atual redação da Lei 6.404/76, em seus primeiros dispositivos, aparentemente tem-se a impressão de que o autor está em dissonância com o texto da lei. Entretanto, o seu modo de interpretar o que a lei disciplina não necessariamente a contraria, como se pode analisar no texto dos primeiros artigos da LSA:

Art. 1º A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas.

Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.⁶⁸

Como o texto legal dispôs, o objeto da companhia pode ser qualquer um que não contrarie a lei, a ordem pública e os bons costumes, desde que tal objeto se configure através de uma empresa de fins lucrativos. Ao afirmar que a sociedade continuará sendo anônima mesmo quando não se constituir em atividade econômica organizada para circular bens ou serviços, o autor não está querendo dizer que essa atividade empresarial não vise a fins lucrativos. Se uma sociedade, qualquer que seja seu objeto, não visar a fins lucrativos, mas apenas a outros fins (intelectuais, filantrópicos, etc.), então essa sociedade não poderá ser considerada como uma sociedade anônima nos moldes da atual LSA.

2.1.1 Capital social, preço de emissão, responsabilidade limitada, estatuto social, valor mobiliário: prolegômenos

As lições de Fábio Ulhoa trazem maiores explicações sobre as principais características das sociedades anônimas brasileiras. Para o autor o melhor conceito de sociedade anônima envolveria os aspectos previstos em lei, entretanto de forma mais explicativa e detalhada, como afirma:

⁶⁷NEGRÃO, Ricardo. *Manual de direito comercial e de empresa*. Vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 420.

⁶⁸BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 25 de julho de 2011, às 16h.

A sociedade anônima, também referida pela expressão “companhia”, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados acionistas, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem. Essa definição, convenha-se, não é fácil compreender de pronto, porque se assenta em outros tantos conceitos que reclamam, alguma elucidação (p. ex., valor mobiliário, capital social e preço de emissão).⁶⁹

E essas subdefinições que dão corpo e estrutura ao conceito e às características das sociedades anônimas devem ser bem definidas exatamente para compreender minimamente o funcionamento de uma S/A.

Um valor mobiliário é, grosso modo, um título de crédito, considerado mais especificamente como um título de crédito impróprio. Desse modo, seria como dizer que os investidores que compram ações têm um crédito com a sociedade anônima. A pessoa jurídica passa a ter uma responsabilidade com as diversas pessoas físicas que compram esses títulos. Entretanto, não é o simples resgate dessa “dívida”, como nos títulos de crédito, que caracteriza o valor mobiliário. Além da existência de um crédito como direito do titular acionista, outros direitos também são titularizados pelo dono desse valor mobiliário. Isso o difere de pronto do simples credor cambiário. Entretanto, as diferenças continuam, pois certos valores mobiliários também conferem aos seus titulares deveres perante a sociedade anônima e até perante os demais acionistas. Fábio Ulhoa acrescenta ainda:

Todavia, o essencial na distinção entre as duas figuras jurídicas é a natureza de alternativa de investimento de que sempre se reveste o valor mobiliário, característica não encontrável em toda emissão, ou endosso, de título de crédito. Assim, o elemento creditício, comum em parte aos dois institutos, acaba perdendo-se no emaranhado das diferenças, de modo a recomendar a superação da lição que considerava o valor mobiliário uma espécie de título de crédito.⁷⁰

Com mais especificidade, o autor, brilhantemente, considera que “*ao se definir o valor mobiliário como alternativa de investimento, destaca-se uma importante característica da participação societária: ser sócio é uma forma de dar emprego remunerado ao dinheiro*”.⁷¹

Na sociedade anônima o interesse do sócio não se volta para a empresa, para o objeto empresarial, como, por exemplo, em algumas sociedades limitadas. Empregar o seu dinheiro em algo que gere lucros, dividendos, não importando se as ações são de uma empresa petrolífera ou do ramo alimentício. O investidor, com certeza buscará, independentemente de

⁶⁹ *Op. cit.* p. 63.

⁷⁰ *Idem.* p. 64.

⁷¹ *Ibidem.*

gosto e predileção, as ações disponíveis no mercado que possam trazer, de forma razoavelmente segura, mais lucro e maiores vantagens. Daí a característica tão singular do anonimato: hoje um determinado lote de ações pertence a uma pessoa, amanhã, se essa pessoa quiser apurar esse valor e transformá-lo em dinheiro ela simplesmente vende esse lote de ações, o que para a sociedade pouco importa, pois a busca da pessoa jurídica que representa a sociedade anônima é a de regular, de forma mais apropriada e mais rentável, a exploração de seu objeto (seja ele petróleo, bebidas, minério, etc.); já a busca de quem investe nessa pessoa jurídica é a de criar as condições financeiras necessárias para que a exploração desse objeto ocorra da forma mais lucrativa possível, gerando assim a rentabilidade esperada.

O investidor, em quase todos os casos, é um capitalista. A escolha é prática: qual sociedade é mais lucrativa? Qual trará maior rentabilidade? Qual possui riscos menores ou ao menos suportáveis? Quando os prometidos lucros se tornarão palpáveis? Baseando-se nesses questionamentos é que o investidor compra uma ação ou outro tipo de valor mobiliário em uma sociedade anônima: puramente pela real possibilidade de obter vantagens e lucros mais do que em outro tipo de investimento.

Na conceituação de Fábio Ulhoa, em seu *Curso de direito comercial*, a expressão “capital social” também se faz presente e é de suma importância compreender que esse capital social é o conjunto de todo o capital investido naquela sociedade. Esse capital é dividido em ações, que podem ser integralizadas por inúmeros investidores, cada um deles comprando pequenos lotes de ações e aplicando pequenas parcelas do capital social total da empresa, ou por grandes investidores, que consigam sozinhos comprar a maioria das ações, tendo, por óbvio, que fazer maiores investimentos e integralizar uma parte significativa do capital social total da empresa.⁷²

2.1.2 Conceitos e finalidades das sociedades anônimas previstos em lei

Mas daí se questiona: como essa sociedade passa a ser anônima? Ou melhor: como se inicia, se constitui uma S/A? Fábio Ulhoa dá as primeiras respostas a tais questionamentos, explicando, grosso modo, o que vem a ser o capital social de uma sociedade anônima e como é feito o seu fracionamento em quotas ou ações:

O capital social da sociedade anônima é fracionado em ações; ele é representado, assim, pelo conjunto desses valores mobiliários emitidos pela companhia. O conceito de capital social é bastante complexo, mas, grosso modo, trata-se de uma

⁷² *Op. cit.* p. 65.

referência à contribuição que os sócios dão para a sociedade desenvolver a atividade econômica dela. Em termos didáticos, a sociedade precisa de recursos para organizar a empresa, e estes devem ser providos, primordialmente, pelos sócios. A noção de capital corresponde, em termos gerais, a essa provisão, inicial ou suplementar. Aqui, destaca-se o outro aspecto do valor mobiliário: se, para quem o titulariza, ele é uma alternativa de investimento, para a sociedade que o emite, representa um instrumento de captação de recursos.⁷³

Desse modo, os sócios que fazem um certo investimento para criar uma determinada sociedade anônima tornam-se titulares de ações que são parcelas do capital necessário investido para sua criação. Se essa sociedade, no futuro, pretende ampliar seus negócios, mas aquele grupo de acionistas não quer que outras pessoas fora do grupo passem a integrá-lo, elas mesmas terão que criar novas ações e investir mais capital para o crescimento da companhia. Essa seria a definição de uma S/A fechada. Já quando na criação, na captação de maiores investimentos, na ampliação da estrutura da S/A ou de seu patrimônio, as ações são abertamente negociadas, ou seja, ofertadas ao público, a qualquer um que queira adquiri-las, elas são negociadas nas bolsas de valores ou nos mercados de balcão, podendo qualquer pessoa se tornar titular de uma única ação, de um pequeno lote de quotas ou mesmo de todas as ações disponíveis, essa companhia é denominada aberta.

Dessa forma, são características societárias comuns em toda S/A a personalidade jurídica de direito privado, o exercício de atividade empresarial lícita como objeto social da empresa e o lucro como objetivo social. Sobre a personalidade jurídica da S/A, pode-se caracterizar toda companhia, conforme dispõe o art. 80, I, da LSA, como sendo uma pessoa jurídica de direito privado que é constituída por duas pessoas, no mínimo, e que tenha existência distinta de seus membros. Para Waldo Fazzio Júnior, em sua obra *Manual de direito comercial*, essa ideia de pessoa jurídica se explicita mais claramente da seguinte forma:

É uma realidade jurídica autônoma em relação a eles; tem nome, patrimônio e domicílio próprios. Distingue-se das demais sociedades por uma denominação, ostenta patrimônio inicialmente oriundo de seu capital social constitutivo e está domiciliada no lugar de sua sede administrativa.

A exemplo dos demais tipos societários, a anônima resulta de um contrato plurilateral, ou seja, um contrato de convergência de vontades pelo qual cada sócio assume obrigações com os demais e com o ente embrionário (a sociedade), que é o escopo comum e finalístico para onde estão direcionados aqueles interesses.

(...)

A sociedade anônima, como as demais, vem à luz sempre como produto de uma convergência de vontades que se exterioriza em cada subscrição de ações e se positiva na assembleia constitutiva.⁷⁴

⁷³*Op. cit.* p. 82.

⁷⁴FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Manual de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2006, p. 232 e 233.

A empresa é uma atividade econômica organizada. Seus fins são exclusivamente econômicos, capitalistas. Ou seja, não se pode falar em S/A se o objeto social não atingir a finalidade lucrativa. Não é o objeto que distingue uma S/A de outra empresa qualquer que também vise ao lucro, mas a sua particular forma de constituição, a complexidade de sua estrutura administrativa, a divisão de seu capital social em unidades negociáveis (valores mobiliários) podendo ser negociadas no mercado de capitais e a pontual limitação da responsabilidade de seus sócios.

Uma importante observação é a que está presente no art. 83 da LSA, que dispõe que o projeto do estatuto social da S/A deve conter as normas que regerão a companhia, ou seja, a lei pretende fazer com que o estatuto social de cada S/A singularize e discipline regras tais que caracterizem a administração da empresa que se pretende ativar. Nesse estatuto social constitutivo da empresa, o objeto social da mesma e seus poderes de administração devem estar francamente delimitados e explícitos. Sobre a importância da delimitação do objeto social da S/A, Fazzio Júnior discorre:

Quando a lei enuncia que o ato conceptivo da companhia deve definir o objeto social de modo preciso e completo, quer dizer que o estatuto precisa delimitar integral e cabalmente a espécie e a extensão da atividade empresarial que se vai exercer, ou seja, a definição da empresa.

Trata-se de exigência indispensável porque, na intimidade social, é o parâmetro nuclear para aferição dos limites de atuação dos administradores da companhia. É o que vai circunscrever o espectro de responsabilidade de cada administrador, é o que vai determinar se há ou não subversão das metas sociais, se efetivamente ocorre inobservância estatutária por desvio do objeto social.

Já na dimensão externa, é o que serve como bússola aos terceiros que negociam com a sociedade. Mais que mero rótulo, é o que expressa a alocação da companhia no universo empresarial.⁷⁵

O objeto social é, pois, a espécie de atividade explorada pela companhia, no ramo por ela escolhido; objeto social é a prática da empresa e não se confunde, portanto, com o objetivo social da empresa. Se o objeto é imediato, o objetivo, por sua vez é mediato, remoto. E no caso das sociedades anônimas, o objetivo social sempre será o da obtenção de lucro, pois se outro for essa empresa não pode carregar a denominação de sociedade anônima. Isso posto, Fazzio Júnior resume toda essa ideia em uma sintética frase: “*A produção de riqueza sem busca de ganho patrimonial é incompatível com a sociedade anônima.*”⁷⁶

⁷⁵ *Op. cit.*, p. 234.

⁷⁶ *Idem.* p. 237.

2.1.3 Sociedades anônimas fechadas e abertas e o papel fundamental da CVM no mercado de capitais

As sociedades anônimas podem ter diferentes classificações, doutrinariamente observa-se a classificação tradicional: companhias abertas e fechadas e ainda as sociedades de economia mista; a doutrina classifica ainda a sociedade anônima multinacional e o que há de mais atual na legislação brasileira: sociedades anônimas de grande porte, definidas pela Lei 11.638, de 2007.

Marcelo Bertoldi e Márcia Carla Pereira, em sua obra intitulada *Curso avançado de direito comercial*, trazem à baila as primeiras ideias que descortinam as diferenças desses dois tipos societários. Tratando das noções gerais das espécies de sociedades anônimas os autores prelecionam:

O modelo da sociedade anônima foi concebido originalmente para viabilizar os grandes empreendimentos, tratando-se de instrumento próprio para a captação de recursos perante um número expressivo de investidores, recursos esses que dificilmente um grupo restrito de pessoas conseguiria reunir. Essa característica de apelo à poupança popular, que é feito com a emissão de ações e outros títulos no mercado de capitais por parte da companhia, fez com que surgisse a necessidade de proteção da coletividade de interessados no funcionamento da sociedade anônima contra abusos por parte de seus controladores.

Diante desse quadro, foram criadas várias instituições que têm como função regular e fiscalizar a vida da sociedade anônima, de maneira a proteger o público contra possíveis fraudes. Isso se dá mediante uma série de exigências, como é o caso dos requisitos para a sua criação e a obrigatoriedade de publicação das informações fundamentais da companhia, tais como seus atos constitutivos, balanços, atas de assembleias, etc. Entre referidas instituições destacam-se a Comissão de Valores Mobiliários – CVM e as bolsas de valores.

No entanto, ao contrário do que se possa imaginar, inúmeros empreendedores acabam optando por constituir uma sociedade anônima nos casos em que o empreendimento é de pequeno ou médio porte, sem a necessidade de se recorrer ao público para a formação de seu capital. Isso ocorre tendo em vista as particulares características das companhias, tais como a limitação da responsabilidade dos acionistas e a livre circulação de suas ações.

Dessa forma, mesmo em casos em que não haja necessidade do apelo à poupança popular, mediante a reunião de expressivo número de pessoas em torno de um grande empreendimento, verifica-se a utilização da figura da sociedade anônima. Sensível a essa peculiaridade, o legislador criou duas espécies de companhia: a fechada e a aberta.⁷⁷

Os autores trazem a sintetização clara dos conceitos de companhia aberta e fechada. As sociedades anônimas abertas são aquelas que colocam suas ações ou outros valores mobiliários à disposição de quem queira adquiri-los através do mercado de balcão ou da bolsa de valores. As sociedades abertas necessitam de abrir sua fonte de captação de recursos (venda de seus títulos) a toda sorte de pessoas que queiram e tenham condições de adquiri-los;

⁷⁷BERTOLDI, Marcelo M. & RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *Curso avançado de direito comercial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008, p. 225.

isso vai desde um pequeno investidor que objetiva lucrar com a compra de uma única ação investindo nela suas poucas economias até outras grandes pessoas jurídicas que percebam o bom negócio que podem fazer e compram grandes lotes de ações de determinada companhia que está realizando uma fusão, que está querendo se expandir e necessita de mais investimentos, que está deixando de ser uma S/A fechada e pretende abrir seu capital para novos acionistas ou mesmo no caso da criação de uma nova companhia. Enfim, em qualquer circunstância, quando o objetivo da sociedade é levantar fundos, atrair investidores, por qualquer que seja o motivo, se ela é uma companhia de capital aberto, suas ações podem ser negociadas em bolsas de valores e em mercados de balcão, podendo atingir todos os públicos e, desse modo, podendo atrair muito mais investimento que qualquer companhia fechada em seu capital.

As sociedades anônimas fechadas não têm permissão para negociar suas ações no mercado de balcão ou na bolsa de valores. Suas ações se restringem a negociações privadas, podendo um acionista negociar com alguém que esteja fora da sociedade, mas de forma particular, pois não pode usar da publicidade para oferecer suas ações. Publicidade, nesse caso específico, é o poder que tem a empresa de usar o mercado de capitais⁷⁸ para expor seu negócio, para propagandear sua situação, para negociar seus títulos com quem estiver disposto a adquiri-los, inclusive por maior valor.

Se uma companhia fechada pretende expandir seu capital social, terá que fazê-lo entre seus próprios acionistas; estes deverão integralizar novos valores e aumentar o capital social da empresa para fazê-la crescer. No máximo poderão captar, de forma privada, novos investimentos, chamando associados conhecidos a se juntar a eles, em uma transação particular.

Essa definição tradicional de S/A aberta e fechada tem previsão legal insculpida no art. 4º da Lei 6.404/76, com acréscimos feitos pela Lei 10.303/2001. O citado artigo da LSA encontra-se disposto nos seguintes termos:

Art. 4º. Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

⁷⁸**Mercado de Capitais:** É um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de proporcionar liquidez aos títulos de emissão de empresas e viabilizar seu processo de capitalização. É constituído pela rede de Bolsas de Valores, Sociedades Corretoras e Outras Instituições Financeiras (bancos, companhias de investimento e de seguro) autorizadas a operar com compra e venda de papéis (ações, títulos de dívida em geral). Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

§ 1º. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários.

§ 2º. Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

§ 3º. A Comissão de Valores Mobiliários poderá classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado, e especificará as normas sobre companhias abertas aplicáveis a cada categoria (...).⁷⁹

A principal classificação das companhias brasileiras ocorre quanto aos seus valores mobiliários e sua colocação e negociação no mercado de capitais através de seu registro na CVM. Em outros países, os critérios que diferenciam uma companhia aberta de uma companhia fechada são mais rigorosos e mais detalhados. Já no Brasil a legislação permite que uma S/A aberta seja constituída por apenas dois acionistas, desde que essa estrutura encontre-se devidamente registrada na CVM, ou seja, pode se tratar de uma sociedade com situação econômica bem modesta, mesmo estando esse tipo societário tão vinculado às grandes atividades e às grandes companhias. Essa divisão do capital social em ações ou em outros valores mobiliários que possam ser negociados no mercado de valores mobiliários é, portanto, a principal característica diferenciadora de um tipo societário aberto para um fechado.

Importante é compreender por que a redação da LSA foi modificada em 2001; e essa visão é bem explicitada na obra *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001*, de coordenação de Marcelo M. Bertoldi, como se observa:

As ações são os valores mobiliários clássicos, representativas de fração do capital social, pelas quais se confere ao titular o *status* de acionista. Consideram-se ainda como valores mobiliários as debêntures, os bônus de subscrição, as partes beneficiárias e, mais recentemente, os *commercial papers*.

A lei, em sua versão original, referia-se à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão, e não à negociação em mercado de valores mobiliários. A alteração normativa não acarreta mudança material do conceito, até mesmo porque a melhor forma de distinção das modalidades das companhias é o critério excludente, segundo o qual as companhias fechadas são aquelas em que a negociação dos valores mobiliários se dá de forma particular, sem oferta pública. Em realidade, a alteração da terminologia pela redação do art. 137 dada pela Lei 9.457/97 pode ser melhor justificada como sendo uma adaptação conceitual à regulamentação do mercado de balcão organizado. A partir de então passou-se a compreender que a negociação de valores mobiliários (devidamente autorizada pela CVM) por meio de qualquer instituição integrante do mercado de valores mobiliários, como os bancos de investimentos, as sociedades corretoras ou as distribuidoras, acarretaria a classificação da sociedade envolvida como aberta.

A opção do legislador apresenta uma vantagem evidente, qual seja a de reconhecer a capacidade de inovação do mercado. Assim, adotando-se uma fórmula mais genérica – mercado de valores mobiliários – supera-se a necessidade de uma atualização

⁷⁹BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 25 de julho de 2011, às 16h.

constante da noção jurídica de sistema de distribuição de valores mobiliários, como as decorrentes da Lei 9.457/97 (que incluiu no sistema as entidades de mercado de balcão organizado) e da Lei 10.198, de 14.02.2001 (que incluiu no sistema as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários).⁸⁰

O que se pode observar é que o legislador, ao ampliar o conceito para mercado de valores mobiliários, não retirou sua principal característica: ser esses valores mobiliários negociáveis ou não de forma pública e com a fiscalização da CVM. Essa é na verdade a grande e real característica de uma sociedade anônima aberta: poder ofertar seus valores mobiliários, em qualquer circunstância em que a companhia queira captar investimentos de toda sorte de público possível, nas bolsas de valores, nos mercados de balcão, nas sociedades corretoras, nos bancos de investimentos ou de qualquer outra forma que gere à companhia a possibilidade de atingir as poupanças populares.

O Brasil não é um país que possui um povo que tem o hábito de juntar, de poupar, de economizar, como outros países. Mas os muitos brasileiros, de todas as classes sociais, que chegam a economizar parte de sua renda mensal, geralmente aplicam essas sobras em investimentos mais seguros, como as cadernetas de poupanças, os fundos de investimentos bancários, os títulos de capitalização ou mesmo em imóveis para alugar, por exemplo. O brasileiro não tem o costume e não aprendeu a investir pequenas quantidades, poucas economias em negócios arriscados.

A criação, a reformulação e as adaptações legislativas, tanto nos dispositivos legais, quanto no comportamento fiscalizatório da CVM, vêm, ao longo dos tempos, trabalhando, ainda que timidamente, demonstrar aos pequenos poupadores que investir em ações pode vir a ser um negócio seguro e lucrativo. Entretanto, não é novidade que, mesmo com o controle e a fiscalização da CVM, mesmo com todo um regramento que impõe rigor às companhias no Brasil, os acionistas minoritários estão ainda em desvantagem e correm riscos consideráveis quando aplicam suas poupanças no mercado acionário, sem tomar a devida cautela. A CVM tem exatamente este papel, esta função: proteger o capital investido, dar garantias aos investidores, quanto mais frágeis forem eles. Entretanto, isso ainda é insuficiente para fazer com que o mercado de capitais seja um investimento seguro.

A emissão de ações ou de qualquer outro valor mobiliário, seu oferecimento ou mesmo sua negociação, sem a prévia autorização da CVM, é proibida, sendo inclusive tipo penal punível com reclusão. A CVM é uma autarquia federal que possui inúmeras funções, em sua maioria voltadas ao poder fiscalizatório que a entidade engloba. Compete a essa

⁸⁰*Op. cit.* p. 28.

comissão proteger os investidores de possíveis fraudes, crimes, negociações obscuras, pois o mercado de capitais, por si só já possui riscos consideráveis e, portanto, se não contar com uma fiscalização e um sistema protetivo rigorosos trarão enormes prejuízos para a economia mundial.

Marcelo Bertoldi, analisando parte do art. 4º da legislação acionária faz ainda duas importantes considerações que dão fechamento à caracterização da companhia aberta e que, de forma alguma, podem ser confundidas:

Destaque-se que a oferta pública de valores mobiliários sem o prévio registro da operação na Comissão de Valores Mobiliários não acarreta o enquadramento automático da companhia como aberta. De fato, a lei é clara ao estabelecer a necessidade da admissão, ou autorização, da oferta pública dos valores mobiliários, afastando-se do sistema material de enquadramento (baseado na negociação efetiva, e não na autorização da operação) vigente do direito norte-americano.

De outro lado, para fins de classificação não se considera como necessária a efetiva negociação dos valores mobiliários de forma pública, bastando a existência de autorização da Comissão de Valores Mobiliários para esta forma de oferta.

O § 2º trata-se de simples transporte, justificado pela relevância da matéria, da norma presente no art. 19 da Lei 6.385/76, sendo oportuno destacar que o conceito de distribuição pública está no § 3º do mesmo dispositivo legal, abrangendo a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos prospectos ou anúncios destinados ao público; a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; e a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.⁸¹

Desse modo, a sociedade anônima aberta se caracteriza muito mais formalmente que concretamente. Se determinada companhia obtém a autorização junto à CVM para tornar pública a negociação de seus valores mobiliários, mesmo que esta companhia nunca venha a emitir qualquer valor ao público para possíveis investimentos, ela é assim mesmo considerada aberta. Já, por sua vez, de forma prática, se a companhia negocia publicamente suas ações ou qualquer de seus valores mobiliários, isso não significa que automaticamente esteja sendo autorizada pela CVM a fazê-lo, pelo contrário, já que tal conduta é inclusive criminalizada pela Lei n. 7.492/86. Nesse mesmo sentido, Fazzio Júnior expõe e caracteriza a companhia aberta, como se vê:

Companhia aberta (*open corporation, publicly-held*) é a sociedade anônima cujo capital pode ser disseminado pelo público, segundo índices e percentagens obrigatórios, e cujas ações e outros títulos mobiliários de sua emissão, depois de registro na CVM, se negociam em Bolsa ou fora dela por meio de instituição financeira habilitada.

A lei não exige que, efetivamente, a companhia negocie seus valores no mercado de capitais, para caracterizar-se como aberta, mas que esteja autorizada a fazê-lo. Basta

⁸¹*Idem.* p. 27.

a possibilidade legal cifrada na expressão *estejam (...) admitidos à negociação*, diferente de *sejam negociados*.

(...)

É interessante atentar para outra opção distintiva das sociedades anônimas: o caráter *institucional* da companhia aberta, como segmento de política econômica, vinculado à vigilância e controle governamental, por oposição ao contratualismo *intuitu personae* detectado na sociedade anônima fechada, ainda atada à fidelidade e à mútua confiança, ingredientes tipificadores da *affectio societatis*.

(...)

Em síntese, enquanto nas companhias abertas desponta a feição institucional e a necessidade de se preservar o interesse coletivo do mercado, nas fechadas prevalece o caráter contratual atado à liberdade dos sócios e seus desígnios privados.⁸²

O autor observa que as sociedades anônimas fechadas têm essa característica da qualidade pessoal dos sócios, como boa parte das sociedades limitadas; desse modo, diferentemente das abertas, a concepção das sociedades anônimas fechadas não se dá exclusivamente para a formação de capital e lucro. O autor trata de uma qualidade pessoal das empresas: a *affectio societatis*, ou seja, uma intenção, uma vontade que os sócios possuem de constituir, de criar a sociedade. Trata-se, portanto, da declaração de vontade expressa e manifesta dos sócios que desejam estar e permanecer juntos, associados à sociedade e coletivamente uns aos outros. Essa característica é, necessariamente, pessoal. O que descaracterizaria um pouco o anonimato tão particular das sociedades anônimas abertas, que de forma institucional visam ao lucro, à integralização do capital, à captação de investidores e ao crescimento da companhia, não importando de onde venham tais investimentos.

Fazzio preleciona ainda sobre as sociedades anônimas fechadas:

Companhia fechada (*close corporation, private company*) é a sociedade anônima cujas ações e outros títulos mobiliários de sua emissão não são negociados em Bolsa ou fora dela. Não faz apelo de fundos, não enceta captação de recursos da poupança pública.

Pelo menos é o que resulta da Exposição de Motivos da LSA quando justifica-se, explicando que “toda companhia que faz apelo – por mínimo que seja – à poupança pública cria, ao ingressar no mercado de capitais, relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria para proteção da economia popular e no interesse do funcionamento regular e do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários”.

(...)

Assim, por exemplo, na companhia fechada, a capitalização da reserva de capital poderá ser feita com ou sem alteração do número de ações emitidas, mas, na companhia aberta, deverá ser feita sem alteração daquele número e com o aumento do valor nominal das ações, se for o caso (art. 167, § 1º).⁸³

Nesse ínterim, conclui-se que as companhias abertas carecem de fiscalização efetiva e regramento próprios, pois, ao contrário das companhias fechadas, as abertas oferecem os

⁸²*Op. cit.* p. 240 e 241.

⁸³*Idem.* p. 241 e 242.

valores mobiliários de sua emissão a qualquer pessoa indistintamente. E é em relação a esse público-alvo, ou seja, aos possíveis investidores captados com a venda de títulos, que o poder público tem que se mostrar eficiente no sentido de proteger seus direitos, fiscalizando as atividades de cada uma das sociedades emissoras de títulos mobiliários.

2.1.4 As principais funções da CVM e sua importância na defesa dos minoritários

Entretanto, se internamente as companhias abertas e fechadas possuem características semelhantes, sua relação com o público investidor deve ser diferente. Vários são os exemplos contidos na lei que demonstram a importância e o cuidado que se deve ter com a administração dessas companhias que ofertam seus títulos ao apelo da poupança popular. Marcelo Bertoldi, em sua obra *Direito societário*, ministra importante lição nesse sentido, apontando os dispositivos legais que traçam essas características próprias das S/A abertas:

Internamente, tanto a companhia aberta quanto a fechada contam com os mesmos mecanismos de funcionamento, o que não acontece quanto ao relacionamento entre sociedade e público em geral, assumindo as companhias abertas diversas responsabilidades, todas elencadas em lei. São vários os exemplos: estabelece a Lei 6.404/76 que os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia (art. 157, § 4º); as demonstrações financeiras das companhias abertas deverão observar as normas expedidas pela CVM, devendo ser obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na referida CVM (art. 177, § 3º); cumpre ao administrador de companhia aberta guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários (art. 155, § 1º).⁸⁴

Essa responsabilidade externa é totalmente justificável: são milhares de pessoas que podem estar investido tudo que ganharam ao longo de uma vida toda e que, de boa-fé, esperam obter lucros mais vantajosos que outros tipos de investimentos. Essas poupanças populares são as grandes responsáveis pela subscrição do capital social necessário para constituir uma sociedade anônima aberta, pois o fluxo de caixa, a quantia em investimentos é muito alta, sendo quase impossível um pequeno grupo de pessoas conseguir levantar tais cifras.

⁸⁴BERTOLDI, Marcelo M. *Direito societário*. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 2002, p. 241.

Daí dar a devida importância ao minoritário, pois se um pequeno grupo de grandes empresários não consegue levantar grandes somas de dinheiro a ponto de investir em no crescimento de suas companhias, eles terão, necessariamente que buscar os milhares de investidores em potencial existentes no mercado que individualmente investem quantidades insignificantes, mas que conjuntamente conseguem alavancar uma grande companhia.

Existe grande parcela de acionistas das companhias que não participam diretamente de suas decisões administrativas, por isso a importância da governança corporativa e o controle da CVM, o objetivo de fiscalizar e proteger os acionistas para que eles não sofram com os reveses de uma administração fraudulenta, má fé nos contratos, transparência na gestão, publicidade dos atos, todos estes conceitos e princípios resguardam a grande massa de acionista que investe em ações.

A CVM é uma autarquia federal, ligada ao Ministério da Fazenda, nos termos do art. 5º da Lei n. 6.385, de 1976. Esse órgão, que em 2012 está completando 36 anos de ativa atuação e existência, tem como principal função fiscalizar as diversas atividades do mercado de valores mobiliários, do qual a bolsa de valores e o mercado de balcão são as principais estruturas. A CVM tem suas atribuições em todo o território nacional, mas não é um órgão jurisdicional e sim administrativo.

Com propriedade e de forma bem sintética, Fazzio Júnior coleta dos dispositivos legais que disciplinam a organização da CVM suas finalidades básicas, bem como as principais contribuições que essa autarquia oferece ao mercado financeiro, dentro de suas diversas atribuições prescritas em lei. O autor assim ministra:

Suas finalidades são:

- estimular a poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- promover a expansão e o funcionamento regular do mercado de ações;
- estimular as aplicações em ações de capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- garantir a eficiência e a regularidade do mercado de capitais;
- preservar os interesses dos investidores;
- garantir o direito público à informação sobre negociação de valores mobiliários e sobre as companhias emissoras; e
- assegurar a equidade no mercado de valores mobiliários.

Para a consecução dessas macrometas, a CVM regulamenta, fiscaliza e inspeciona atividades e serviços do mercado e companhias abertas, bem como propõe ao Conselho Monetário Nacional a assunção de medidas normativas.

O rol de microatribuições da CVM é extenso e minucioso, destacando-se:

- examinar registros contábeis, livros e documentos de participantes, a qualquer título, do mercado de capitais;
- intimar pessoas à prestação de esclarecimentos;
- requisitar informações de qualquer órgão público da administração direta ou indireta;

- determinar a republicação corretiva de demonstrações financeiras e informações de companhias abertas;
- promover inquérito administrativo;
- aplicar sanções (advertir, multar, suspender, inabilitar e cassar autorizações);
- suspender negociações de valores mobiliários;
- decretar o recesso da Bolsa de Valores;
- divulgar informações e orientar os participantes do mercado;
- celebrar convênios.⁸⁵

A importância da CVM é inegável diante desse rol de finalidades e atribuições. Salienta-se ainda que nenhuma emissão de qualquer valor mobiliário pode ser feita no mercado de capitais, ou seja, de forma pública, sem que a companhia que o queira fazer seja previamente autorizada por esse órgão. E nesse caso específico, “distribuir” é o mesmo que vender, comprar, negociar, prometer vender ou comprar ou negociar, ofertar, subscrever, aceitar pedido de venda, etc.

O trabalho de fiscalização garante tanto a proteção aos já investidores, quanto a proteção àqueles que podem ser potenciais investidores no futuro, pois a publicidade dos atos das companhias é de controle da CVM e deve ser levada a conhecimento de todos, inclusive daqueles que ainda não se configuram como investidores em potencial. O importante papel da CVM deve ser observado: o papel educativo, já que compete a essa autarquia estimular a população a poupar, a acumular economias e principalmente – e o mais difícil – a aplicar essas poupanças em valores mobiliários e não em outros tipos de investimentos.

Compete ainda à Comissão aplicar sanções administrativas aos investidores que descumprirem preceitos básicos que sustentam o mercado de capitais, esses investidores podem até ficar proibidos temporariamente de atuar no mercado. As sanções aplicadas pela CVM, tanto a investidores quanto a companhias, são, por mais severas que se mostrem, apenas administrativas. A CVM ao perceber qualquer indício do cometimento de um ilícito de natureza penal, fica obrigada a fazer um comunicado imediato ao Ministério Público para que ele ofereça denúncia em relação ao crime cometido. Do mesmo modo, deve a CVM, no caso de ilegalidades fiscais, fazer comunicado semelhante à Receita Federal.

A Lei 10.303/2001 acrescentou mais três crimes aos já existentes, impondo sanções mais severas aos agentes ativos de crimes contra o sistema financeiro, o desenvolvimento regular das atividades do mercado de valores mobiliários e outros delitos. Atualmente estão tipificadas a manipulação de mercado, o uso indevido de informação privilegiada e o exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função.

⁸⁵*Op. cit.* p. 245.

O objetivo da tipificação de tais crimes e dos demais já contidos na LSA é proteger o mercado de valores mobiliários, seus investidores, seus investimentos e sua composição regular, principalmente em relação às bolsas de valores, aos mercados de balcão, à Bolsa de Mercadorias e Futuros e ao mercado de balcão organizado, ou seja, é objetivo máximo da CVM a proteção ao mercado de capitais.

Nos esclarecimentos de Fazzio Júnior podem-se observar as primeiras nuances de conceitos tão importantes para compreender o processo de consolidação de uma S/A aberta. Esse é o maior dos objetos de estudo e pesquisa a ser realizado, haja vista que a proteção conferida por lei e pela regulamentação e fiscalização da CVM se aplica principalmente a essa modalidade de companhia, por ser ela a única modalidade responsável em captar as economias populares. Por isso, tem ela muito mais compromissos e deveres protetivos relativamente aos seus acionistas, que se valem de suas economias, fazem investimentos de alto risco e buscam as proteções e as benesses legais para não verem seu patrimônio poupado ao longo de anos sendo dissipado em más administrações, em jogadas fraudulentas, em acordos escusos de acionistas detentores de poder, em simulações fraudulentas e em tantas outras formas que gerem prejuízos e riscos ao seu patrimônio.

Compreender é o primeiro passo para enxergar saídas reais e efetivas para o enfrentamento dos problemas que surgem de forma muito drástica e cujas consequências afetam de forma muito mais grave pequenos investidores, o que não ocorre com os acionistas majoritários. Portanto, é necessário criar condições mais transparentes aos acionistas, para não deixar de se cumprir o princípio constitucional da isonomia, já que tal princípio não determina que a lei trate todos de igual forma, mas sim que trate os iguais de forma igual e os desiguais de forma desigual, nos limites de suas dificuldades e desigualdades.

Daí em diante, imprescindível se faz apreender alguns conceitos que são fundamentais para entender o funcionamento de uma companhia aberta que sempre possuirá dispositivos que diferenciam as várias situações de cada modalidade de acionistas ou investidores.

2.1.5 A composição e a importância do mercado de capitais para a economia do país: bolsa de valor, mercado de balcão e Bolsa de Mercadorias & Futuros

Insta, primeiramente, dispor que o mercado de capitais é na verdade um conjunto de métodos, formas, instrumentos, ou seja, toda a estrutura que gera e propicia as negociações entre os interessados em investir e as grandes empresas necessitadas de injeção de capital.

Esse conceito engloba o mercado de valores mobiliários como um todo, sendo parte desse todo as bolsas de valores, o mercado de balcão, a Bolsa de Mercadorias & Futuros ou qualquer outra instituição que oportunize essa transferência de recursos, de capital entre os poupadores que pretendem investir, e os tomadores, que são as empresas que buscam o capital para crescer.

Sobre o tema geral do mercado de capitais e dos instrumentos estruturais de sua composição, lições preciosas são as de Fazzio Júnior, ministradas abaixo:

Embora, imediatamente, o mercado de valores mobiliários tenha por meta proporcionar liquidez aos títulos emitidos por companhias abertas e viabilizar sua capitalização, mais importante é seu papel de implementador do crescimento econômico. Ao mesmo tempo em que assegura vantagens para o público (retorno e garantia), funciona como matriz geradora de recursos que permitem financiar a expansão e a otimização tecnológica das empresas. Explicando melhor, as empresas precisam de financiamentos de médio e longo prazos; os capitais pertinentes resultam de recursos de poupadores e investidores.

Cumpra examinar, pois, pelo menos, três institutos: a Bolsa de Valores, o mercado de balcão e a Bolsa de Mercadorias e Futuros.⁸⁶

Observa-se quanto é importante a consideração feita pelo autor quando afirma que o papel primeiro do mercado de capitais é o de implementar o crescimento econômico. A estrutura do mercado de capitais, obviamente, gira em torno de interesses puramente capitalistas: pessoas (físicas ou jurídicas) ou mesmo grupos de associados que têm pequeno, médio ou grande poder de investir, de um lado; e de outro, companhias que têm necessidade de integralizar (formar) seu capital inicial, expandir seus negócios, se fundir a outras empresas ou mesmo somente captar recursos para sua manutenção ordinária.

O mercado de capitais é, portanto, um termômetro que demonstra o aquecimento econômico, sua estabilidade, seus altos e baixos, as dificuldades financeiras pelas quais o país vem passando, etc. O mercado de valores mobiliários é o cartão postal da economia de um país; as oscilações na moeda, as quedas nas bolsas de valores, a instabilidade econômica, a dívida externa e interna do país sem controle são demonstrações de que há uma crise econômico-financeira e que fazer investimentos nas empresas daquele país pode ser um grande risco.

Outra demonstração do grau de confiabilidade dos investimentos feitos no país a taxa do índice chamado Risco País⁸⁷, que caiu muito nos últimos anos, elevando

⁸⁶*Op. cit.* p. 242.

⁸⁷O risco-país é um conceito econômico-financeiro que diz respeito à possibilidade de que mudanças no ambiente de negócios de um determinado país impacte negativamente o valor dos ativos de indivíduos ou empresas estrangeiras naquele país, bem como os lucros, dividendos ou *royalties* que esperam obter dos

consideravelmente a confiança dos investidores estrangeiros nas empresas brasileiras ou mesmo nos títulos da dívida pública do país.

Mas, diante desses fatos inegáveis de crescimento da economia brasileira, importante se faz compreender conceitos como estes que Fazzio citou: bolsa de valores, mercado de balcão, Bolsa de Mercadorias e Futuros, etc. Assim, após entender e caracterizar pormenorizadamente o mercado de capitais e seus elementos, torna-se possível entender o funcionamento das companhias abertas e o papel (direitos e deveres) de seus acionistas.

O que, grosso modo, se deve saber é que as bolsas de valores são instituições privadas, que não possuem objetivo de lucro, são civis e funcionam por meio de sociedades corretoras. Como tudo no mercado de capitais, as bolsas de valores são fiscalizadas pela CVM, autarquia que faz com que os principais objetivos das bolsas sejam rigorosamente mantidos e praticados.

Muito importantes são as lições de Marcelo Bertoldi e Márcia Carla Pereira ao diferenciar, de forma mais didática, os conceitos de bolsa de valores⁸⁸ e mercado de balcão, tratando dos mercados primário e secundário:

Na bolsa de valores desenvolve-se o chamado mercado secundário, caracterizado pela comercialização de ações já emitidas e demais valores mobiliários. Referido mercado não se presta ao lançamento de ações, o que deve ocorrer tão-somente no mercado primário, no âmbito do mercado de balcão ou de outras formas de negociação privada.

O mercado de balcão, por outro lado, congrega as operações realizadas fora das bolsas de valores, podendo ser comercializados todos os valores mobiliários, nele desenrolando-se tanto o mercado primário quanto o secundário.⁸⁹

O que os autores pretendem salientar é que nas bolsas de valores nunca poderá haver a negociação de ações que estão sendo lançadas no mercado pela primeira vez, como, por

investimentos que lá fizeram. Disponível em <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Risco-pa%C3%ADs>>, acesso em: 16 de agosto de 2011, às 15h25min.

⁸⁸**Bolsa de Valores:** Instituição em que se negociam títulos e ações. As Bolsas de Valores são importantes nas economias de mercado por permitirem a canalização rápida das poupanças para sua transformação em investimentos. E constituem, para os investidores, um meio prático de jogar lucrativamente com a compra e venda de títulos e ações, escolhendo os momentos adequados de baixa ou alta nas cotações. É uma associação civil, sem fins lucrativos, e tem por objetivo social, entre outros manter local adequado ao encontro de seus membros e à realização, entre eles, de transações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, em mercado livre e abertos, especialmente organizado e fiscalizado, pela autoridade monetária, e em especial pela CVM. A palavra *Bolsa*, no seu sentido comercial e financeiro, nasceu em Bruges, cidade lacustre da Bélgica, onde se realizavam assembléias de comerciantes. Geralmente as assembléias eram realizadas na casa do Sr. *Van Der Burse*, cuja família tinha como símbolo um brasão, contendo o desenho de três bolsas, que simbolizavam honrarias e méritos por atuarem na área mercantil. A *Bourse de Paris* foi implantada por Luís VII, em 1141, sendo regulamentada em 1304. Napoleão I fixou-a depois em um prédio suntuoso, onde permanece até hoje. Foi na *Bourse de Paris* que se organizou a *corbeille*, espaço circular onde os corretores apregoavam os negócios. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

⁸⁹*Op. cit.* p. 227.

exemplo, quando uma companhia está se organizando e sendo criada. As ações ali negociadas só podem ser aquelas que já foram emitidas, ou seja, já tiveram seu capital integralizado por alguém que resolveu vender suas ações e as colocou à disposição para quem quisesse adquiri-las na bolsa de valores.

Esse tipo de negociação para captar poupadores ou investidores que queiram comprar as primeiras ações de uma sociedade, sendo, portanto, os integralizadores do capital dessa empresa e seus sócios fundadores, sempre será feita no mercado primário, pois neste as ações podem ser negociadas pela primeira vez. E o mercado primário não é característico das bolsas de valores, que só movimentam títulos do mercado secundário.

Nesse sentido, Fazzio Júnior sedimenta de vez o conceito de bolsa de valores:

A Bolsa de Valores apresenta-se, legalmente, como uma associação civil constituída por sociedades corretoras, operando no mercado secundário de capitais. Embora algumas de suas atividades sejam exercidas como funções delegadas da Administração Pública, certamente assim não se consideram as operações de compra e venda de valores mobiliários em mercado livre e aberto.

Claro que a Bolsa de Valores não constitui um serviço público, não é um órgão administrativo, mas, um ente autônomo que, no exercício de seus poderes normativo e disciplinar, revela-se uma entidade de cooperação com o poder público, na medida em que é órgão auxiliar CVM. Exerce, por via de delegação legal e regular, atividade normativa-fiscalizatória de seus membros sob a supervisão desta.

Para melhor compreensão, é importante transcrever a lição de Fábio Konder Comparato (41:45), ao consignar que “as Bolsas de Valores fazem parte dessa classe especial de pessoas jurídicas de direito privado, incumbidas por lei – e não apenas por concessão da autoridade administrativa – do exercício de um serviço público”. Trata-se, pois, de “gestão de um serviço público” deferida a uma pessoa jurídica privada, dotada por lei de “um regime peculiar, comportando prerrogativas e sujeições”.

Naquilo que não diz com o interesse público, ou seja, sob os aspectos patrimonial, financeiro e administrativo, a Bolsa é autônoma, diz a lei, embora determine que seja supervisionada pela CVM. É bastante dúbia condição jurídica da Bolsa de Valores, na medida em que vivencia uma autonomia controlada, se é que se pode assim traduzi-la.⁹⁰

O autor conceitua a bolsa de valores deixando clara sua sujeição à CVM e até um certo controle dessa instituição privada pelo poder público. Mas o que há de mais importante nessas considerações é que a bolsa de valores, qualquer que seja a sua ligação (maior ou menor) com o poder público, só opera no mercado secundário de capitais; não sendo possível assim falar sobre a organização ou criação de uma sociedade anônima aberta através de um pregão em bolsas de valores, por exemplo.

⁹⁰*Op. cit.* p. 243.

Essa diferença entre a bolsa de valores e o mercado de balcão torna-se ainda mais perceptível quando Fazzio Júnior complementa suas lições conceituando mercado de balcão e definindo outros elementos importantes do mercado de capitais, *in verbis*:

Por mercado de balcão entende-se o conjunto de operações praticadas fora de Bolsa, por meio de instituição financeira habilitada para atuar no mercado de capitais ou por seus agentes autônomos. É a venda de títulos fora da Bolsa, envolvendo os mercados primário e secundário de capitais. É a negociação direta de valores mobiliários, sem mediação da Bolsa.⁹¹

Como lecionou o autor, o mercado de balcão é toda uma estrutura bem mais ampla que a bolsa de valores. Todos os títulos negociados na bolsa podem ser também negociados no mercado de balcão, pois a bolsa só tem permissão para negociar títulos secundários.

Se a bolsa de valores e o mercado de balcão negociam toda sorte de valores mobiliários, ou seja, ações, debêntures, partes beneficiárias, bônus de subscrição, certificados de depósitos de ações, *commercial papers* e outros títulos que por ventura surjam, a chamada Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F)⁹² tem funções um pouco distintas, como preleciona Fazzio Júnior:

Além da Bolsa de Valores, há a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), que envolve dois tipos de negociação. As negociações a vista abrangem o ouro e mercadorias agropecuárias, como café, gado, açúcar, feijão e soja. Os negócios futuros baseiam-se em previsões sobre como determinados mercados se comportarão nos próximos dias, semanas ou meses. Essas previsões são transformadas em contratos, que são comprados e vendidos livremente na BM&F. Existem contratos futuros de dólar, de índice Bovespa, de boi gordo, soja e café, por exemplo. Quem recorre a esses mercados normalmente tem um objetivo: proteger-se de flutuações nos preços dos produtos ou mercadorias.⁹³

⁹¹ *Idem.* p. 244.

⁹² **BM&F:** Em maio de 1991, a Bolsa Mercantil & de Futuros uniu-se à Bolsa de Mercadorias de São Paulo, dando origem a Bolsa de Mercadorias & Futuros, que tem também BM&F como sigla. Atua como um mercado centralizado para as transações com mercadorias, sobretudo com produtos primários, os *commodities*, de maior importância no comércio internacional e no comércio interno como o café, o açúcar, o algodão, os cereais, etc. Abrange tanto produtos agropecuários quanto ativos financeiros. A BM&F realiza negócios tanto com estoques existentes quanto com mercados futuros. Embora o surgimento dos mercados futuros esteja ligado aos produtos agrícolas, atualmente as operações a futuro nas Bolsas de *commodities* de todo o mundo são realizadas com uma variada gama de bens, incluindo-se metais (ouro, prata), produtos agropecuários (café, milho, soja), ativos financeiros, moedas e índices. A idéia básica da negociação de produtos a futuro surgiu há muitos séculos, vinda de uma necessidade natural da comercialização das safras e da sazonalidade dos produtos. Os compradores que visitavam as províncias para a negociação de gêneros alimentícios mantinham contato com os produtores para a entrega dos produtos nas safras seguintes, com preços garantidos ou não, o que provou ser vantajoso para ambas as partes. Esse instrumento assegurava um comércio futuro. A fixação de locais para a comercialização de produtos para entrega pronta e para o fechamento de contratos para entrega futura remonta a períodos anteriores a Roma e Grécia antigas. A evolução natural desse processo de negociação levou as pessoas interessadas pelo mercado a fixarem locais e normas mais adequadas aos seus negócios. Foi, então, criada no Japão a primeira Bolsa de Mercadorias organizada, no início do século XVIII.

⁹³ *Op. cit.* p. 244.

Nota-se como é interessante esse segundo tipo de negociação da BM&F; são feitos contratos baseados em probabilidades, visando à proteção de possíveis oscilações no mercado. São investimentos em previsões, em possibilidades: que o dólar suba ou desça, que o índice Bovespa caia ou aumente, que a arroba do boi gordo ou a saca de soja tenham variações, etc. Grandes contratos que tentam proteger aquilo que já foi investido e que em meses, semanas ou mesmo dias podem causar grandes perdas aos contratantes, caso algo inesperado no mercado aconteça.

No direito civil, mais especificamente na parte dos contratos e das obrigações, ou mesmo no direito administrativo, essas oscilações que fazem com que um dos contratantes sofra uma grande perda geralmente fazem com que os contratos sejam refeitos, pois geralmente contêm cláusulas que permitem uma repactuação para não haver tanto dano para uma das partes, ou para ambas. No caso específico dos negócios de futuro, o contrato é antecedente à negociação e é feito exatamente para que esta não se torne inviável se grandes oscilações ou flutuações nos preços ocorrerem. Mercadorias e produtos que serão negociados somente depois de um tempo já têm seu preço pré-definido, pré-contratado antecipadamente, e, se ocorrerem oscilações nos preços, quem recorreu a esse tipo de contrato e à Bolsa de Mercadorias e Futuros ficará protegido.

Desse modo, as primeiras conclusões tecidas sobre as características das sociedades anônimas são as de que o objeto maior de proteção da LSA atinge as companhias abertas, pois elas captam recursos e investimentos de poupanças populares, requerem muito mais fiscalização e proteção para seus sócios e investidores, possuem regramento muito mais complexo e obrigações mais rígidas e específicas no que tange aos aspectos de sua administração.

2.1.6 Outras modalidades de sociedades anônimas

Dentro dessa classificação clássica das sociedades anônimas em fechadas e abertas, observa-se a presença das sociedades de economia mista. Muito embora essa modalidade de sociedade anônima comporte ambos os tipos (fechado e aberto), as sociedades de economia mista mais conhecidas no Brasil são sociedades anônimas abertas, cujos investidores podem negociar seus valores mobiliários livremente. Nesse sentido, Marcelo Bertoldi e Márcia Carla primeiro conceituam as sociedades de economia mista e depois mostram como elas se disciplinam, tanto pela LSA quanto pela própria Constituição Federal; sobre o tema os autores dispõem:

A sociedade de economia mista é uma espécie de sociedade anônima na qual se aliam recursos formados pelo capital privado e recursos advindos do poder público. A união entre capital público e privado na exploração de atividades econômicas de interesse público não é novidade para a sociedade anônima, que, como vimos, teve sua origem justamente nas companhias colonizadoras do século XVII – empreendimentos para os quais Estado e iniciativa privada se aliaram com o objetivo de conquistar o Novo Mundo.

Nos termos do art. 173 da CF, a exploração direta da atividade econômica pelo Estado só é permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo. Verificamos que é possível ao Estado, por meio da chamada administração indireta, atuar em atividades em que, a par de seu interesse social, a iniciativa privada não esteja presente, ou então naqueles setores ditos estratégicos, que supostamente necessitam de sua atuação direta. Portanto, “a empresa mista pode desempenhar atividades típicas ou essenciais ao Estado que foram a ele conferidas a título de monopólio ou oferecer serviços e bens necessários à coletividade, que não estejam ou não possam ser ofertados pela iniciativa privada. Pode, excepcionalmente, ter por objeto uma atividade também exercida pela iniciativa privada, num sistema de concorrência”.

Nos termos do art. 37, XIX, da CF, o surgimento de uma sociedade de economia mista depende de autorização legislativa; no entanto, uma vez autorizada, a sua constituição se regerá pelas normas da Lei 6.404/76. Aliás, devemos assinalar que a sociedade mista está sujeita ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários (CF, art. 173, § 1º, II).⁹⁴

As sociedades de economia mista mais conhecidas no Brasil são o Banco do Brasil e a Petrobras. Ambas exploram, como dispõe o próprio texto constitucional, atividades econômicas com relevante interesse coletivo: a atividade bancária e a atividade de exploração de petróleo, respectivamente. Ambas, entretanto, não são atividades exclusivas do Estado, tanto que outras empresas totalmente privadas também exploram esses serviços, principalmente o serviço bancário. E é por causa dessa possibilidade de livre concorrência com a iniciativa privada que o art. 37 resguardou os direitos das sociedades exclusivamente privadas, equiparando as sociedades de economia mista, nos termos civis, comerciais, trabalhistas e, principalmente, tributários, a uma empresa comum regida pela LSA.

Os entes federativos (União, Estados, DF e Municípios), bem como suas entidades da administração direta e indireta têm prerrogativas, isenções e imunidades. Isso se dá pela finalidade maior da manutenção do pacto federativo entre esses entes, conglobando assim todos eles em uma força maior e soberana: a República Federativa do Brasil. Entretanto, nas sociedades de economia mista, quando estiverem explorando atividades econômicas cuja abertura de exploração atinge também a iniciativa privada, prevalece o princípio da livre concorrência.

⁹⁴*Op. cit.* p. 228.

Além disso, as sociedades de economia mista têm ainda mais que as outras S/A o dever de proteger seus acionistas, seus investidores e a lisura de sua administração, como se pode observar dos comentários ao art. 240, da LSA feitos pelos autores Marcelo Bertoldi e Márcia Carla, em sua obra já citada:

A administração da companhia mista deverá obrigatoriamente contar com conselho de administração assegurando à minoria o direito de eleger um dos conselheiros, se maior número não lhe couber pelo processo de voto múltiplo. O conselho fiscal, por sua vez, terá funcionamento permanente, sendo um de seus membros e respectivo suplente eleito pelos detentores de ações ordinárias minoritárias e outro pelos detentores de ações preferenciais, se houver (LSA, art. 240).⁹⁵

Nos demais casos, como a própria Constituição prevê, as sociedades de economia mista, mesmo que tenham a maior parte das ações em poder do Estado, se exploram qualquer tipo de atividade econômica que não seja de exclusivo monopólio estatal, terão que se submeter às regras e às previsões legais contidas na Lei de S/A, como qualquer outra empresa privada do ramo, ficando sujeitas, portanto, à fiscalização e submissão à CVM. Da mesma forma que as SEM (Sociedades de Economia Mista) possuem deveres disciplinados pela LSA, também possuem direitos. Portanto, qualquer SEM de capital aberto pode negociar seus valores mobiliários através da bolsa de valores e do mercado de balcão, por exemplo. Porém, algo importante há que se salientar: por mais que a lei e a própria CF afirmem que as sociedades de economia mista seguem as mesmas regras que outras grandes companhias do mesmo ramo, a credibilidade que uma sociedade de economia mista, por ter participação significativa do capital estatal, passa à população é muito maior que qualquer grande empresa privada. Isso se dá em razão de que sociedades de economia mista não sofrem falência como uma empresa privada comum.

Ou seja, no imaginário popular, o Estado sempre terá dinheiro e condições para arcar com suas dívidas. Ao fazer apelo à poupança popular – como foi o caso da Petrobras, que vendeu lotes de ações anos atrás, incentivando o povo a comprar seus títulos, através de propagandas na televisão e nos jornais – as sociedades de economia mista passam muito mais credibilidade que qualquer grande grupo privado, pois se tem a impressão de que sendo o Estado o detentor de boa parte dessas ações e tendo o Estado investimentos nesse setor e nessa sociedade, o dinheiro do pequeno investidor estará seguro. E quanto mais a economia do país se solidifica, mais essa confiança aumenta.

⁹⁵*Idem.* p. 228.

E para comprovar como a estabilidade econômica de um país e a capacidade deste de honrar suas dívidas – ou seja, para comprovar o tamanho de sua credibilidade perante seus credores – são os maiores termômetros para medir o início ou o término de uma crise econômica de proporções mundiais, basta observar o que está atualmente acontecendo no mundo, com um gigantesco efeito cascata, em razão da crise econômica norte-americana e nos demais países europeus considerados até então economias fortes e sólidas.

O fato aqui é que essa estabilização econômica e financeira que está sendo uma característica positiva no Brasil, não está sendo encontrada em outros países do velho mundo ou da América do Norte, o modelo de desenvolvimento precisa ser revisto.

No Brasil o Estado ainda arrecada e pouco oferece, cerca de 40% de toda a riqueza produzida no país fica nas mãos do Estado, que tem a obrigação de funcionar de forma mais eficiente, custando menos aos cidadãos e às grandes empresas que tentam manter a economia em crescimento e o comércio aquecido.

Outra importante classificação, ao se caracterizar e apontar os principais elementos de uma sociedade anônima, é a das sociedades anônimas multinacionais. Para boa parte da doutrina, sociedade multinacional não é sinônimo de sociedade estrangeira. Esta última é aquela que tem o poder de decisão, o poder administrativo em outro país e que instalou, por exemplo, no Brasil uma sede, uma filial, uma montadora, mas não transferiu para o país o domínio o poder de decisão, como as várias companhias automobilísticas (Fiat, Ford, Hyundai, etc.). Já a sociedade verdadeiramente multinacional é aquela que possui no Brasil e em um ou mais países o mesmo poder de decisão e administração. A hidrelétrica de Itaipu é um caso concreto de uma sociedade multinacional, pois o seu domínio não é exclusivo do Brasil, mas partilhado com o Paraguai.

Por fim, é importante salientar uma novidade trazida pela legislação em 2007, rapidamente observada por Ricardo Negrão e transcrita abaixo:

A Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007, definiu sociedade de grande porte: “sociedade ou conjunto de sociedades sob controle comum que tiver, no exercício social anterior, ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais) ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais)” equiparando-a, para efeitos de escrituração e elaboração das demonstrações financeiras, às sociedades por ações, mesmo quando não constituídas segundo sua forma legal. Sujeitam-se, ainda, à obrigatoriedade de auditoria independente por profissional registrado na Comissão de Valores Mobiliários.⁹⁶

⁹⁶*Op, cit.* p. 451.

A sociedade definida como de grande porte pode ou não figurar como uma S/A. Não é seu tipo societário que submete sua administração a dispositivos mais severos, mas sim o montante de capital que essa sociedade movimentar. O legislador concluiu que, independentemente de qual estrutura siga uma empresa, se ela chega anualmente a uma receita bruta de mais de R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), o cuidado, a vigilância, a proteção em relação aos dispositivos que talham a administração dessa empresa devem ser mais precisos, mais criteriosos e por isso se equiparam aos que disciplinam as S/A, inclusive no aspecto de fiscalização e garantias asseguradas pela CVM, como no caso da necessária auditoria feita por profissional registrado na Comissão de Valores Mobiliários. O que geralmente ocorre é que as empresas que possuem uma receita anual desse patamar geralmente, mesmo que de forma fechada, organizam-se por ações e são legítimas S/A, mas o legislador não quis deixar dúvidas: para aquelas que não são sociedades anônimas abertas e que, portanto, não teriam obrigações perante a CVM e concludentemente muito menos fiscalização sobre seus atos administrativos, a lei trouxe um regramento diferenciado se o montante por ela arrecadado for significativo.

2.1.7 Valor mobiliário: conceitos, principais características e classificações das ações

Para continuar o estudo da estrutura das sociedades anônimas brasileiras, faz-se mister compreender mais profundamente o conceito de valor mobiliário, que é um conceito mais amplo e que engloba, entre outros títulos, as ações⁹⁷: principal valor mobiliário das companhias abertas e que podem ser negociadas no mercado de valores mobiliários.

A definição de Fábio Ulhoa que se deve consignar inicialmente é a de valor mobiliário de forma genérica, como se nota:

Valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos, para o financiamento da empresa, explorada pela sociedade anônima que os emite, e representam, para quem os subscreve ou adquire, uma alternativa de investimento. A lei lista os principais tipos de valores mobiliários, que são a ação, as partes beneficiárias, as debêntures, os bônus de subscrição, e os respectivos cupões e certificados de depósito (LCVM, art. 2º).

Para compreender o conceito apresentado, lembre-se que a sociedade anônima, necessitando obter os recursos reclamados pelo desenvolvimento da atividade

⁹⁷ **Ação:** Título negociável, que representa a menor parcela em que se divide o capital de uma sociedade anônima. São títulos nominativos negociáveis que representam, para quem as possui, uma fração do capital social de uma empresa - sociedade anônima da qual é acionista, participando assim, dos seus resultados.

Ação cheia: Ação cujos direitos (dividendos, bonificação, e subscrição) ainda não foram exercidos.

Ação vazia (ex): Ação cujos direitos (dividendos, bonificação, e subscrição) já foram exercidos. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

econômica circunscrita ao seu objeto social, tem duas possibilidades a examinar: de um lado, contrair empréstimo bancário, de outro, apresentar-se aos investidores, no mercado de capitais ou privadamente, como uma opção de investimento. (...). A segunda hipótese é tratada no âmbito do direito societário e se viabiliza pela emissão de valores mobiliários. Estes, aliás, são chamados meios de “autofinanciamento” da empresa, enquanto se apresentam como alternativa ao financiamento bancário, normalmente mais custoso.⁹⁸

Atualmente, os *commercial papers*⁹⁹ também são considerados valores mobiliários passíveis de negociação para as sociedades anônimas abertas.

Grosso modo, já se sabe que a função do valor mobiliário para a empresa é a de captar recursos, qualquer que seja seu objetivo. Os valores mobiliários, entretanto, se diferenciam e se classificam exatamente em relação ao papel e à importância que eles têm para seus investidores e ao lugar que ocupam dentro da companhia emissora. Nesse sentido, Fábio Ulhoa continua suas lições e traz à baila importante classificação:

Pode-se, por sua vez, em função da espécie de valor mobiliário emitido, distinguir duas modalidades na segunda via de captação de recursos: a capitalização e a securitização. Naquela, a sociedade anônima emite ações, e o investidor que as subscreve torna-se sócio dela ou, se já o é, aumenta o patrimônio acionário; na outra, são emitidos os demais tipos de valores mobiliários, e o investidor passa a titularizar, perante a companhia emissora, alguns direitos, variáveis conforme o valor subscrito. Cabe, também, registrar a modalidade intermediária, em que a sociedade anônima emite valores mobiliários conversíveis em ações. Do lado da companhia, os recursos captados por uma ou outra modalidade possuem regime jurídico e contábil próprio, ou seja, em termos gerais, não é a companhia inteiramente livre para decidir sobre a destinação dos montantes provenientes de captação ou de securitização.¹⁰⁰

Em relação a essa classificação, importa compreender mais a fundo o conceito básico de ação, suas classificações e os demais valores mobiliários que podem ser emitidos por uma companhia, para somente então compreender de forma aprofundada as diferenças entre títulos de capitalização e títulos de securitização de uma S/A. Preciosas são as lições iniciais sobre os conceitos de ação descritos por Ricardo Negrão:

Conceituam-se as ações como a menor parte do capital social. Essa definição é restrita à ideia de unidade de capital. Há outras duas ideias: representam o direito à participação acionária, para exercício de direitos próprios de sócio, e, ainda, são consideradas por alguns como títulos de crédito. A esse respeito se posiciona Waldirio Bulgarelli: “não se trata, como se vê, de um título exatamente igual ao modelo da letra de câmbio ou da letra promissória que serviram de base para a

⁹⁸ *Op. cit.* p. 136.

⁹⁹ **Commercial paper:** Nota promissória de curto prazo normalmente emitida por empresas de grande porte e reduzido risco de crédito. Estes papéis são vendidos diretamente pelas empresas aos investidores, mas também podem ser emitidos via corretora. É um meio de as empresas obterem recursos a um custo menor que os juros bancários. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹⁰⁰ *Idem.* p. 136 e 137.

construção da teoria geral dos títulos de crédito e do direito cambiário, mas de um título característico ligado às próprias características da sociedade anônima”. De fato, conforme ensina Tullio Ascarelli, “(...) as ações não conferem ao seu titular um crédito, mas, com mais precisão, uma ‘posição’, o *status* de sócio, do qual, por sua vez, decorre uma série de direitos e poderes diversos, e, até, de obrigações, as relativas ao pagamento de entradas das ações eventualmente não integralizadas: também estas obrigações incumbem a todos os sucessivos titulares da ação.”¹⁰¹

Assim, integralizar o valor de uma ação é disponibilizar à pessoa jurídica da S/A o valor daquela parte do capital social que cada sócio titulariza em seu valor de emissão. Dessa forma torna-se importante entender que toda companhia, para iniciar suas atividades, carece de recursos para explorar seu objeto social, que está se formando naquele momento. Os recursos humanos, maquinários, tecnologias, espaço físico, estruturas diversas têm o seu custo e o capital para custear isso tudo tem que vir de algum lugar. Numa sociedade anônima cabe aos sócios promover o levantamento de recursos para criar essas condições iniciais, como em qualquer outro tipo de empresa privada.

Desse modo, o capital social de uma empresa é exatamente a reunião do patrimônio pessoal dos sócios, que transferem à pessoa jurídica da empresa o valor necessário para que ela se constitua. Em troca dessa transferência patrimonial, o sócio recebe ações da empresa de acordo com os investimentos que tenha feito. Assim, o capital social é a forma que os sócios têm de contribuir para a formação da sociedade. Essa divisão é geralmente feita entre um grupo de pessoas (físicas ou jurídicas), tocando para cada uma delas um montante de dinheiro ou bens que deve investir na sociedade para ter o direito de receber em troca desse investimento as ações equivalentes àquele valor. Esse ato de transferência de patrimônio para a sociedade é o ato de integralizar o valor das ações que cada um titulariza. Integralizar, portanto, é tornar integral, inteiro, total o investimento na sociedade, relativamente àquele montante de capital que coube à mesma quando o grupo se reuniu e decidiu criá-la.

As ações podem ser de três espécies, conforme dispõe a LSA: ordinárias, preferenciais e de fruição. Ricardo Negrão faz alusão a algumas classificações das ações que são mais significativas, como se pode observar:

Quanto à espécie ou natureza do direito conferido: em relação à espécie, as ações podem ser: a) ordinárias: as que conferem direitos normalmente concedidos ao acionista comum. São também chamadas de comuns e outorgam direito a voto; b) preferenciais, as que proporcionam vantagens especiais, consistentes em prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos, prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele, e acumulação de ambas as vantagens (art. 17 da Lei n. 6.404/76). A lei admite que até cinquenta por cento do capital social seja dividido em ações preferenciais sem direito a voto (art. 15, § 2º); c) de fruição: são aquelas

¹⁰¹ *Op. cit.* p. 452 e 453.

que resultam da amortização das ações ordinárias e das ações preferenciais. Distinguem-se o resgate e a amortização: o primeiro se dá no pagamento do valor das ações, retirando-as de circulação; já a amortização é a distribuição aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes seriam devidas em caso de liquidação. Se integralmente amortizadas, podem ser substituídas por ações de fruição (art. 44, § 5º, da Lei n. 6.404/76).¹⁰²

Essa classificação entre ações ordinárias¹⁰³, preferenciais¹⁰⁴ e de fruição, que diferenciam os acionistas uns dos outros de acordo com direitos ou vantagens que umas ações conferem em relação a outras, encontra-se presente já no *caput* do art. 15 da LSA. A princípio, tem-se a falsa ideia de que as ações preferenciais, por conferirem direitos de preferência aos seus titulares no caso de resgates e amortizações, seriam ações com maior poder dentro da companhia. Mas não é bem assim. As ações que detêm maior poder dentro de uma S/A (preferenciais ou ordinárias) têm que deter o valor de voto. Todas as ordinárias têm poder de voto, mas raras são as preferenciais com esse poder. Assim, as preferenciais, puras e simples, têm maior prioridade de resgate e de lucro, mas não decidem absolutamente nada quanto aos rumos ou à administração da companhia se não forem preferenciais com poder de voto. Para administrar, comandar e tomar decisões que ditam os rumos da sociedade, os sócios que possuem ações ordinárias ou preferenciais votantes são que comandarão e administrarão a companhia. Daí a limitação da emissão de ações preferenciais em até 50% dos valores mobiliários da sociedade anônima, pois, com um grande percentual de ações preferenciais, o comando da S/A se concentraria nas mãos de poucos acionistas (com ações ordinárias).

Se a maioria das ações fosse de preferenciais e essas ainda não possuíssem a prerrogativa do direito ao voto, grande porcentagem da sociedade (70, 80%) seria de investidores, e o restante (30 ou 20%) teria ações ordinárias e a capacidade de voto. Só a capacidade de voto é que dá ao acionista a possibilidade de intervir na administração da companhia, ou seja, um percentual bem pequeno administraria os interesses da maioria (os detentores de ações preferenciais), sendo que os reais investidores, donos das ações

¹⁰²*Ibidem.*

¹⁰³**Ações Ordinárias:** são aquelas que proporcionam uma participação nos resultados da empresa e que conferem aos acionistas o direito de voto nas assembleias deliberativas da companhia. Permite o direito de eleger a diretoria (conselho) da empresa que o emitiu. No entanto, quando ocorre uma distribuição de dividendos da empresa, os proprietários de ações ordinárias só receberão os mesmos depois que os proprietários de ações preferenciais tenham recebido o seu percentual fixo. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹⁰⁴**Ações Preferenciais:** são aquelas que garantem ao acionista, no caso de dissolução da sociedade, a prioridade no recebimento dos dividendos e no reembolso de capital. Essas ações não proporcionam ao acionista o direito de voto nas Assembleias. As ações, ordinárias ou preferenciais, são ainda classificadas de duas outras formas: nominativas ou escriturais. O proprietário deste papel tem o direito de receber um percentual fixo dos lucros, antes de distribuídos os dividendos da empresa, no entanto não possuem direito de voto na eleição da diretoria. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

preferenciais, apesar de terem um percentual maior de ações, nada poderiam decidir, pois suas ações não lhes confeririam o direito do voto. Para evitar isso é que a Lei n. 10.303/2001 fixou, no art. 15, § 2º, esse percentual de 50%. Ou seja, a companhia pode emitir até 50% de ações preferenciais, cujos titulares não têm direito a voto; os outros 50% podem ser somente de ações ordinárias (essas já têm direito a voto) ou podem se dividir em ordinárias e preferenciais; entretanto, se houver essa divisão, dentro desses últimos 50%, as preferenciais, além dos direitos que já possuem, darão aos seus titulares também o direito de votar e tomar decisões nos rumos da companhia.

Nesse sentido, Marcelo Bertoldi, em sua *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* explica melhor a situação:

As ações preferenciais sem direito de voto (ou com restrições nesse direito) nunca foram bem vistas pelos juristas, que sempre se preocuparam com os efeitos potencialmente danosos da concentração de poderes nas mãos de um pequeno número de pessoas, com reduzidos aportes financeiros na formação do capital social (e eventualmente de reserva de capital).

(...)

Vale rememorar que, enquanto as ações ordinárias podem ser definidas como as que conferem a seu titular os direitos usuais do sócio (direito de voto, de fiscalização e de participação nos lucros), as preferenciais são, em regra, aquelas que outorgam uma específica vantagem patrimonial aos seus subscritores. Os diferenciais possíveis estão descritos no art. 17, sendo que, normalmente, ao privilégio de ordem financeira soma-se uma restrição ou a exclusão do direito de voto. Trata-se de valores mobiliários tipicamente utilizados para a atração daquela espécie de investidor que tem como interesse prioritário o retorno financeiro de seu investimento, sem voltar maior atenção à administração da empresa.

A limitação na emissão das ações preferenciais justifica-se como forma de impedir que o controle da empresa seja efetivado por acionistas ordinários que tenham aportado recursos de pequena monta em favor da sociedade.

(...)

Vale ainda destacar que a restrição em exame não incide sobre as ações preferenciais com direito de voto, que podem ser emitidas em qualquer número.¹⁰⁵

Aqui se observa um ponto crucial de preocupação da doutrina brasileira em relação a um dispositivo de lei que tentou reparar um problema concreto, mas que efetivamente cometeu um erro primário. Sem considerar o valor do ágio, o legislador criou esse § 2º para tentar conter a possibilidade de concentração de poder nas mãos de poucos acionistas, inclusive com um percentual acionário e de capital mínimo. Essa limitação contida na lei pode gerar prejuízo aos acionistas que não têm poder de controle da S/A, embora sejam a maioria dos acionistas.

Desse modo, tal situação pode afetar a estrutura da S/A, trazendo um rompimento do equilíbrio de poder dentro da companhia; pode facilitar as cessões de controle da companhia,

¹⁰⁵ *Op. cit.* p. 35.

pois os acionistas ordinários podem repassar suas ações (e seu direito de voto), de uma hora para outra, para qualquer um e isso tudo pode acarretar algo muito temido no mercado que não atingiria somente os acionistas preferenciais, mas talvez toda a população: a formação de conglomerados e a concentração empresarial, ou seja, o monopólio de um determinado setor por uma única empresa, que passaria a ditar as regras do mercado, destruindo o princípio máximo que rege as relações comerciais e de consumo: a livre concorrência. Isso poderia se tornar uma verdadeira catástrofe não só para os investidores, que não teriam direito a tomar decisões e poderiam ver as “regras do jogo” mudar de uma hora para outra, mas também para a população, que poderia se tornar refém de um único grupo empresarial que, sem concorrentes, ditaria, como bem lhe aprouvesse, os preços e as condições do mercado.

Para ilustrar essa preocupação doutrinária e melhor compreender o tamanho do problema que poderia ocorrer, o exemplo de Marcelo Bertoldi não poderia deixar de ser colacionado às opiniões doutrinárias diversas que percebem a enorme lacuna existente na lei:

O critério adotado pelo legislador é abertamente criticável, já que, ao estabelecer que “o número de ações preferenciais sem direito de voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar cinquenta por cento do total de ações emitidas”, não está garantindo de fato que haja participação proporcional entre os acionistas envolvidos nas deliberações sociais e aqueles meramente prestadores de capital.

Afinal, num quadro que beira ao absurdo, embora seja possível dentro dos critérios legais, pode-se conceber uma sociedade constituída com um capital social de R\$ 500.000,00, dividido em 500.000 ações ordinárias com valor nominal e preço de emissão igualmente fixados em R\$ 1,00, as quais são totalmente subscritas pelos fundadores. Posteriormente, procede-se a um aumento de capital, com emissão de 500.000 ações preferenciais, sem direito de voto, com preço de emissão fixado em R\$ 10,00. Nessa operação, destinam-se mais R\$ 500.000,00 para o capital social (que passa a ser de R\$ 1.000.000,00), encaminhando-se o ágio (R\$ 4.500.000,00) para a reserva de capital, nos termos do art. 182, § 1º, *a*. Numa terceira operação, a reserva de capital é destinada a um aumento do capital social (conforme o art. 200, IV), que passa a ser de R\$ 5.500.000,00. No caso, embora tenham sido obedecidas todas as determinações legais, um acionista terá o poder de controle mediante a titularidade de ações representativas de cerca de 4,5 % do capital social.¹⁰⁶

E o autor assim conclui:

Fica claro que o intento do legislador, porquanto teoricamente louvável, não se materializa com a sistemática de limitação existente da lei desde 1976. Se o regramento da Lei de 1940 também não era eficiente (por desconsiderar o pagamento de ágio), o atual mostra-se ainda mais ineficaz, possibilitando um grande desequilíbrio entre a contribuição econômica e o poder de administração em uma companhia. Deve-se destacar que os efeitos do desequilíbrio são concretos e potencialmente danosos, podendo envolver até mesmo uma facilitação na alienação do poder de controle da sociedade.¹⁰⁷

¹⁰⁶ *Op. cit.* p. 36.

¹⁰⁷ *Ibidem.*

Talvez, como no exemplo ilustrativo de Marcelo Bertoldi, os detentores do direito a voto tenham investido 5 ou 10% do atual capital social da empresa e mesmo assim, tendo ao final investido tão pouco, eles é que possuem o poder de decidir o que fazer com todo o capital social da companhia.

E esse tipo de problema continua a acontecer, pois quem compra um pequeno lote de ações na bolsa de valores, por exemplo, deixando de investir suas economias em uma caderneta de poupanças, visa ao lucro. Acredita estar investindo em ações e, por mais que seja arriscado, acredita ter condições de conseguir maiores retornos financeiros. Esses pequenos investidores geralmente compram ações preferenciais sem direito a voto, pois não é do interesse deles votar. Administrar a companhia, tomar decisões, participar de assembleias, reunir-se com outros sócios, votar, ter preocupações, nada disso é objetivo daquele pequeno acionista. Ele só comprou o seu lote de ações preferenciais para lucrar. Ele, na verdade, não quer ter o direito a voto, pois votar significa ter que entender o funcionamento da sociedade, significa ter que saber qual é seu objeto social, seus trâmites burocráticos, significa entender de contabilidade, de economia, de oscilações de mercado, de administração, etc., etc. A pessoa quer apenas lucrar e não pensa que o lucro propagandeado como alto e promissor, a curto prazo, pode não vir, ou, pior ainda, além de não haver o lucro esperado, pode haver a perda total do investimento feito, já que nada se sabe sobre a administração daquela sociedade e, mesmo que se soubesse, nada poderia ser feito já que a ação preferencial não lhe conferiria o direito de votar.

Existe a necessidade de um sistema mais protetivo em relação à captação de recursos de poupanças populares, pois a maioria desses investidores pouco sabe, pois não tem o *habitus*, não sabe o que é investir, como fazê-lo, como não correr riscos, como se defender dos reveses do mercado, dos acordos de acionistas que visam a uma administração que só os beneficie e que prejudique os demais investidores, para tanto, dispositivos de lei como o art. 15 e §§, da LSA já deveriam ter sido modificados em prol daqueles que querem investir, mas que desconhecem a realidade do mercado de valores mobiliários.

Marcelo Bertoldi cita primeiramente o art.17, da LSA, expondo que o acionista que adquire as ações preferenciais sem o direito do voto possui, por outro lado, outros direitos – e os aponta. Mas, ao final, acaba por concluir quais são os reais interesses de investidores que compram esse tipo de ação:

Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir:

I – em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo;

II – em prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; ou

III – na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os incisos I e II.

§ 1º Independentemente do direito de receber ou não valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

I – direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na fórmula do art. 220, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondentes a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

b) direito de participar dos lucros atribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado o dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II – direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III – direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

(...)

Como já referido nos comentários ao art. 15, as ações preferenciais são aquelas em que se concede aos titulares uma vantagem de ordem patrimonial, podendo-se, em contrapartida, estabelecer restrições ou a exclusão do direito de voto. Busca-se por este instrumento atrair investidores que não têm a intenção de participar diretamente da administração da sociedade, considerando tão somente o retorno financeiro do seu investimento.¹⁰⁸

Essa é a diferença básica e fundamental entre detentores de ações preferenciais sem voto e detentores de ações ordinárias. Os primeiros não têm interesse algum em participar diretamente da administração; o que eles buscam é uma forma mais rentável de investir seu capital e adquirir lucro certo sem ter que se preocupar com questões administrativas e burocráticas da empresa. Por isso são tão caracteristicamente “anônimos”.

Dentro das sociedades anônimas abertas, órgãos como a CVM, leis e diretrizes tentam evitar fraudes, calotes, problemas. Com certeza o art. 15 da LSA não é um desses dispositivos que protege o investidor, pois não assegura a eles a boa e confiável administração de seu patrimônio, já que as ações preferenciais nem sempre conferem aos seus titulares o direito ao voto. Esse é um dos vários pontos em que a legislação deixa a desejar em relação ao que já vem sendo praticado por empresas que tentam se inserir em mercados mais exigentes ou buscar investidores que exigem maiores garantias.

Ricardo Negrão, ainda tratando da classificação das ações, faz importante análise quanto à sua forma, *in verbis*:

Quanto à forma: as ações devem ser sempre nominativas, isto é, a lei brasileira exige que se inscreva o nome do proprietário no título, fazendo-se constá-lo nos

¹⁰⁸ *Op. cit.* p. 37-39.

registros da companhia. São chamadas escriturais quando mantidas em conta de depósito em nome de seu titular, sem emissão de certificados, em instituição do sistema financeiro, autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários. Sua regulamentação se encontra nos arts. 34 e 35 da Lei n. 6.404/76. Em razão dessa exigência, a circulação das ações se faz pela transcrição no livro de registro. Anteriormente à Lei n. 8.021, de 12 de abril de 1990, eram conhecidas as ações ao portador e as endossáveis, revogadas em razão de disposição que impôs a identificação dos contribuintes para fins fiscais.

(...)

Hoje, as ações encontradas no mercado são identificadas com as siglas ES (escriturais), ON (ordinárias nominativas) e PN (preferenciais nominativas). Estas últimas podem ser divididas por classes (A, B, C, D etc.), gerando códigos como PNA, PNB, etc.¹⁰⁹

Como o autor comenta, não existem mais ações ao portador. Todas elas são nominativas¹¹⁰ ou escriturais¹¹¹, e, de uma forma ou de outra, trazem o nome de seu titular, com ou sem a emissão de seu certificado, depositada ou não em instituições ligadas à CVM. Possuindo o nome de seu atual titular, não podem ser endossáveis desde 1990. A transferência do domínio de uma ação de um titular para outro requer o devido registro e a correta escrituração do novo proprietário. Mas não necessariamente liga esse novo proprietário aos demais sócios; a ligação do acionista nas S/A é institucional e não contratual; entretanto, apesar disso, as ações obrigatoriamente são nominais para que as responsabilidades fiscais recaiam sobre aquele que as adquirir. Para melhor compreensão desse tipo de transferência, faz-se mister colacionar a doutrina de Fábio Ulhoa:

A ação é o valor mobiliário representativo de uma parcela do capital social da sociedade anônima emissora que atribui ao seu titular a condição de sócio desta. Ao fracionar o capital social da anônima em valores mobiliários, a lei facilita a negociação da participação societária desse tipo de sociedade e ressalta a natureza de investimento do ato de ingresso no seu quadro de sócios. Claro que participar de sociedade limitada também é investir, empregar dinheiro numa atividade econômica, mas, na medida em que esta última se define como sociedade contratual, a negociação da quota normalmente encontra maiores obstáculos que da ação. Quer dizer, quem adquire quotas de sociedade limitada não contrata apenas com o alienante, mas também com os demais sócios componentes da sociedade, aos quais passa a ligar-se por vínculos também contratuais, enquanto o adquirente da ação contrata apenas com o acionista que a está vendendo, surgindo desse contrato vínculos institucionais (não contratuais) com os outros integrantes da sociedade anônima.¹¹²

¹⁰⁹*Op. cit.* p. 36.

¹¹⁰**Ações Nominativas:** são cautelares ou certificados que apresentam o nome do acionista, e cuja transferência é feita com a entrega da cautela e a averbação de termo, em livro próprio da sociedade emitente, identificando o novo acionista. Ação cuja cautela é nominal ao seu proprietário. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹¹¹**Ações Escriturais:** são aquelas que não são representadas por cautelares ou certificados, funcionando como uma conta corrente, na qual os valores são lançados a débito ou a crédito dos acionistas, não havendo movimentação física dos documentos. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹¹²*Op. cit.* p. 82.

2.1.8 Os valores que podem ser atribuídos às ações

Conhecendo um pouco mais sobre as ações existentes, é necessário salientar que toda ação tem um preço de emissão, ou seja, o valor que foi pago por quem a subscreveu, quando ela pela primeira vez foi emitida. Mas o valor de emissão de uma ação não é o único valor que as ações podem carregar. Outros valores, de acordo com os objetivos que se procura para aquela determinada ação, podem variar sua denominação e sua qualificação no mercado. Os valores das ações, além do valor de emissão, podem ser: valor nominal, valor patrimonial e valor bolsístico (conhecido também por valor de mercado ou bursátil). Fábio Ulhoa faz inclusive um adendo à questão do valor da ação, afirmando ser o tema extremamente complexo e depender muito de cada contexto. Para ele, é necessário avaliar a ação de acordo com a participação societária, de acordo com a finalidade da valoração, enfim, para o autor, mais que o restante da doutrina, uma ação, dependendo das circunstâncias, poderá possuir cinco valores diferentes.¹¹³

A primeira classificação dos valores das ações¹¹⁴ é a do valor nominal, que é aquele que confere aos acionistas um tipo de garantia limitada e específica, pois protege, de certo modo, os sócios contra uma possível diminuição ou total diluição do patrimônio do sócio em caso de aumento do capital social com a emissão de novas ações. Ou seja, a diluição se daria sempre que novas ações fossem emitidas no mercado e o valor de emissão fosse menor que o valor das ações já existentes; quando isso ocorre o valor das ações já existentes tem que se equiparar ao valor das novas emitidas, portanto, há uma queda no valor das antigas ações. Para que o patrimônio inicial de cada acionista não se perca com essas quedas, que podem ser sucessivas e significativas, o valor nominal das ações é calculado e mantido como forma de assegurar o patrimônio já existente dos acionistas, antes de uma nova emissão de ações. Sobre o valor nominal das ações, Fábio Ulhoa faz importantes considerações:

O primeiro valor da ação a se examinar é o nominal. Resulta da divisão do capital social da sociedade anônima pelo número de ações que ela tem emitidas. Trata-se de simples operação matemática, em que o montante em reais do capital social é dividido pelo número de todas as ações de emissão da sociedade (independentemente de espécie ou classe). Se o capital social é, por exemplo, de R\$ 5.000.000,00, e o número de ações emitidas é de 5.000.000, o valor nominal será de R\$ 1,00.

¹¹³ *Idem.* p. 136.

¹¹⁴ **Valor Nominal da Ação:** valor mencionado no estatuto social de uma empresa e atribuído a uma ação representativa d seu capital.

Valor Patrimonial da Ação: resultado da divisão entre o patrimônio líquido e o número de ações da empresa.

Valor Venal: É o valor de mercado de um produto. Não é o valor real do produto, nem necessariamente incorpora seu custo de produção. É o valor com que pode ser comercializado - mais alto ou mais baixo, dependendo das circunstâncias do mercado. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

(...)

As ações, de acordo com o disposto no estatuto, podem ou não ter valor nominal, que é o resultado da divisão do capital social pelo número de ações emitidas. A atribuição do valor nominal à participação societária importa a garantia relativa contra a diluição do patrimônio acionário, na hipótese de emissão de novas ações.

(...)

Ora, na medida em que a lei proíbe a atribuição às novas ações de preço de emissão inferior ao valor nominal (LSA, art. 13), ela cria um limite para a diluição. Assim, os estatutos que atribuem às ações valor nominal resguardam, relativamente, os acionistas dos efeitos da diluição. Se o valor patrimonial for superior ao nominal, haverá alguma diluição no caso de o preço de emissão fixar-se entre eles. Mas, inexistindo valor nominal, não haverá limite mínimo para o preço de emissão das novas ações, o que pode acentuar a diluição.¹¹⁵

No caso de companhias abertas, esse valor nominal, mesmo que não esteja fixado pelo estatuto social da empresa, não poderá ser inferior ao fixado pela CVM. Desse modo, como bem observa Ricardo Negrão, a ação, que representa a menor unidade do capital social terá seu valor nominal fixado; a partir daí, o preço das demais ações emitidas pela companhia não poderão ser inferiores a esse valor, pois isso representaria vender parte do capital social já existente abaixo de seu real valor; em uma linguagem do mercado de capitais esse tipo de venda é chamado de abatimento ou deságio. Esse deságio fere o princípio da intangibilidade do capital social, daí sua proibição.¹¹⁶

A segunda classificação do valor das ações é a do valor patrimonial. Sobre o valor patrimonial, Fábio Ulhoa dispõe:

O valor patrimonial é a parcela do patrimônio líquido da sociedade anônima correspondente a cada ação. É obtido pela divisão do valor em reais do patrimônio líquido pelo número de ações. Todos os bens e direitos titularizados por uma companhia compõem o seu patrimônio bruto, também chamado ativo. Ao se deduzir deste o montante correspondente às obrigações devidas pela sociedade (quer dizer, o passivo), chega-se ao patrimônio líquido. Conceitualmente falando, portanto, o patrimônio líquido de determinado sujeito de direito é o seu ativo menos o passivo. Assim, por exemplo, se a companhia tem o ativo de R\$ 10.000.000,00, o passivo de R\$ 8.000.000,00 e 5.000.000 de ações emitidas, o valor patrimonial de cada ação será de R\$ 0,40.¹¹⁷

Através desse conceito de Fábio Ulhoa, o que se pode observar é que o valor patrimonial e o valor nominal da ação só coincidem em uma única situação: no ato da constituição da sociedade anônima, pois nesse momento só existe o ativo (capital integralizado pelos sócios) e nenhum passivo foi ainda constituído, pois quando a sociedade nasce ela não contraiu ainda nenhuma dívida. Nesse momento, o patrimônio líquido da empresa é idêntico ao próprio capital social dela. E a divisão do capital social pelo número de

¹¹⁵*Op. cit.* p. 83 e 84.

¹¹⁶*Op. cit.* p. 455.

¹¹⁷*Op. cit.* p. 85.

ações resulta no valor nominal. Já o patrimônio líquido da empresa (ativo menos o passivo, que no momento de constituição é zero) dividido pelo número de ações resultará no valor patrimonial. Nesse ponto de formação da sociedade, o valor nominal e o valor patrimonial das ações são coincidentes. A partir do funcionamento da empresa, de acordo com suas dívidas ou lucros, o valor patrimonial poderá ser menor que o valor nominal ou maior que este, dependendo daquilo que se apurar como líquido.

A terceira classificação se dá em relação ao valor de negociação, que, como menciona Fábio Ulhoa, é o valor contratado:

O montante pago pela ação, quando adquirida – ou, o que é o mesmo, o recebido, quando vendida – denomina-se valor de negociação. Não é igual ao nominal, nem ao patrimonial. Se alguém está interessado em comprar ações de certa companhia deve entabular tratativas com um acionista disposto a vendê-las. O valor atribuído à participação acionária, nesse momento dependerá unicamente do encontro de vontades desses sujeitos de direito. A ação vale, ao ser negociada, o que o comprador está interessado em pagar, e o vendedor em receber. Os demais critérios de avaliação (nominal, patrimonial, econômico ou de emissão) podem eventualmente servir de referência às partes para formularem suas propostas iniciais ou transigirem durante as conversações. Nada, porém, impede ou obriga a atribuição de um certo valor à participação acionária, se não exclusivamente a vontade dos contratantes; se comprador e vendedor acertam quanto ao número, é esse o valor de negociação da ação. O maior ou menor distanciamento entre o valor acordado e os critérios avaliadores do investimento apenas pode sugerir que o negócio foi desvantajoso para uma parte e vantajoso para outra.¹¹⁸

O valor de negociação é aquele contratado, por livre iniciativa das partes, por vontade manifesta de quem vende e de quem compra, sem vícios ou máculas, mas que pode ser elevado ou rebaixado se as partes contratantes, para chegar a um denominador comum, considerarem as perspectivas, as possibilidades de rentabilidade futura da companhia. O valor de negociação de uma ação pode, entretanto, assumir duas feições: a do valor de mercado e a do valor privado. Por sua vez, as ações de companhias fechadas que não podem ser negociadas publicamente no mercado aberto de capitais, têm o valor de negociação denominado de valor privado. Todas essas subespécies do valor de negociação são mais didáticas que práticas. Na prática, o que ocorre mesmo é a tratativa entre os contratantes, claro que considerando os valores de mercado e os valores de cotação; entretanto, a decisão final fica mesmo a critério das partes que estipularam o negócio.

De todas as classificações dos valores acionários, o mais complexo de se obter e conceituar é o chamado valor econômico. Fábio Ulhoa explica, de forma bastante didática, como se obter o valor econômico de uma ação e no que este se pauta:

¹¹⁸*Op. cit.* p. 87.

O valor econômico da ação resulta de uma complexa avaliação, procedida segundo critérios técnicos e realizada por profissionais especializados. O objetivo do cálculo é mensurar o preço que provavelmente um negociador racional pagaria pela ação, caso ela fosse vendida. Ou seja, os procedimentos de mensuração do valor econômico buscam encontrar o número que reflita o negócio vantajoso de compra e venda de determinadas ações. Por isso, sob o ponto de vista dos investidores, a definição do valor econômico é importante na preparação das propostas ou na delimitação das transigências interessantes durante as negociações para aquisição da ação.¹¹⁹

Em sã consciência, investidores buscam obter vantagens. O valor econômico é aquele mais próximo da realidade que o mercado está refletindo no momento. As tendências, as oscilações, a probabilidade de crescimento da empresa, uma situação de crise na economia mundial ou local, todos esses fatores pesarão para se calcular o valor econômico. Tão complexo é esse cálculo que as variáveis utilizadas para se chegar ao valor exato de cada ação gera divergências entre os *experts* da área. Fábio Ulhoa comenta esses critérios usados para se calcular o valor econômico das ações:

Estabelecido tal pressuposto, pode-se apontar como o principal modelo de avaliação o denominado “fluxo de caixa descontado”, em que se estimam, em valor presente, os fluxos de caixa futuros, correspondentes à participação acionária. Quer dizer, procura-se traduzir em dinheiro presente os futuros embolsos e desembolsos da sociedade, considerando-se o risco de inadimplência de devedores ou da existência de passivos ocultos (não contabilizados). Trata-se de modelo eficientemente aplicável na avaliação da maioria das empresas em atividade regular, mas apresenta limitações quando utilizado na avaliação de empresas em dificuldades, parcialmente desativadas, titulares de patentes, envolvidas em processo de reestruturação ou aquisição ou que se apresentem especialmente sensíveis a ciclos macroeconômicos.

(...)

Pelo método do fluxo de caixa descontado, os avaliadores de investimento procuram definir o valor que se mostraria mais vantajoso ao adquirente pagar por ações de determinada companhia. Esse é o valor econômico.¹²⁰

O valor econômico é um valor baseado nas probabilidades de boas reações que determinadas ações terão no mercado no futuro. Pois o investidor, ao comprar, não está pensando naquilo que está ocorrendo no momento, mas sim tentando prever a margem de lucros que terá ao repassar essas ações no futuro ou mesmo nos dividendos que elas poderão lhe render. Daí ser o valor econômico uma estimativa baseada no fluxo de caixa descontado, baseado nas movimentações e no crescimento da empresa. Esse valor só se apura com a utilização de técnicas e a análise de profissionais experientes no assunto.

¹¹⁹*Idem.* p. 90.

¹²⁰*Idem.* p. 90 e 91.

Por fim, mas não menos importante, deve ser analisado o valor ou preço de emissão da ação. Esse preço de emissão é muito importante, pois só existe no momento da subscrição da ação, ou seja, quando ela é lançada pela primeira vez no mercado, na constituição da sociedade ou na ampliação de seu capital. Fábio Ulhoa faz algumas importantes relações e análises sobre o preço de emissão das ações das companhias:

O preço de emissão é o valor da ação no ato de subscrição. É, assim, o montante despendido pelo investidor (subscritor), à vista ou a prazo, em favor da sociedade anônima emissora em troca da ação. Em outras palavras, há duas formas de alguém se tornar acionista de uma companhia: subscrevendo ações recém-emitidas ou adquirindo-as de um acionista. No primeiro caso, trata-se de subscrição (operação do mercado primário), no segundo, de compra (operação do mercado secundário). Desse modo, se o valor de negociação é o atribuído à ação no mercado secundário, o preço de emissão é o que importa no primário; ademais, enquanto o valor de negociação é o montante pago pelo comprador da ação ao acionista-vendedor, o preço de emissão é pago à sociedade emissora.¹²¹

O valor de emissão da ação é pago – ou no momento de constituição da sociedade ou em outros momentos de emissão de ações, por qualquer motivo – de forma unilateral à sociedade. Não há concretamente uma compra e venda. A sociedade anônima aberta emite ações no mercado de balcão (pois a bolsa de valores não trabalha com o mercado primário) e os interessados subscrevem esse valor, captando os recursos necessários para a formação da empresa. Há na verdade um depósito dos subscritores naquela pessoa jurídica que está se formando; estes aderem às suas cláusulas, manifestando apenas a concordância com o estatuto social da empresa e integralizando, como determina a lei, o total de capital exigido, da forma convencionada.

Assim, o que se pode afirmar é que no ato da constituição da sociedade anônima, esse preço de emissão é definido pelos sócios fundadores, pois eles é que sabem o quanto terá que ser investido na empresa para que o seu objeto social possa ser plenamente explorado e a sociedade se torne viável e rentável. Entretanto, como bem observa Fábio Ulhoa, nos casos de novas ações que estão sendo emitidas para aumentar o capital social de uma companhia já existente, muito cuidado deve ser tomado, pois a empresa não pode descumprir os parâmetros legais que impedem a diluição sem justificativa do patrimônio dos acionistas já existentes. Se o aumento do capital social da empresa, através da emissão de novas ações, fizer com que o valor nominal das antigas ações já existentes fique muito inferior ao valor das ações lançadas no mercado, a sociedade, além de sofrer os reveses do mercado, pode vir a ser penalizada,

¹²¹ *Idem.* p. 92.

podendo tal fato até constituir tentativa de uma fraude contra os acionistas fundadores e os primeiros subscritores.¹²²

Independentemente da modalidade das ações, de suas classificações e dos vários valores que elas podem assumir, o importante é ressaltar que a ação é o valor mobiliário fundamental, unitário e formador da sociedade anônima. Não é o único, não é exclusivo, porém com certeza é o principal valor mobiliário que inclusive expressa uma das características de uma sociedade anônima. Entretanto, imprescindível se faz dar rápidas pinceladas nos conceitos e características dos demais valores mobiliários, ou pelo menos dos principais, para compreensão maior da formação e estruturação das S/A.

Quando se trata de mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários, engloba-se principalmente a bolsa de valores e o mercado de balcão. Nessas duas estruturas econômicas de negociação financeira pública, os títulos de maior importância que são negociados são as ações; a sociedade anônima as emite e os investidores as subscrevem tornando-se sócios da S/A, aumentando assim o patrimônio acionário e o número de sócios permanentes daquela companhia, por isso essa transação denomina-se, no mercado de valores mobiliários, de capitalização, pois há, necessariamente, o aumento do capital social da empresa.

Mas com qual função e o que ocorre se a sociedade emitir outros valores mobiliários que não são ações? Isso é possível e nesse caso o capital social não aumentará, pois não haverá capitalização, não aumentando também o número dos sócios. Os investimentos na companhia obviamente crescem, mas através do fenômeno denominado securitização, ou seja, uma forma que a companhia encontra de se assegurar da quitação de dívidas ou de aumentar o seu patrimônio, por exemplo, sem ter que mexer em seu número de sócios ou mesmo no volume de seu capital social. É claro que os detentores de outros valores mobiliários que não sejam as ações passam a ter direitos ao investir nesses títulos, mas isso não dá a eles o status de sócios da companhia.

Esses direitos dos novos investidores variam conforme o valor mobiliário que foi adquirido e também de acordo com o montante do investimento feito na companhia. Já por parte da sociedade anônima, ressalta-se que esta não pode captar recursos – tanto através de emissões de ações quanto através de emissões de outros valores mobiliários – sem antes determinar a destinação desse capital. Ou seja, os recursos captados sempre já terão uma destinação própria e específica, muito antes de serem lançados no mercado, pois possuem regime jurídico e contábil próprios, não sendo a companhia totalmente livre para dispor, como

¹²²*Idem.* p. 94.

bem entender, do capital que recebeu tanto nos casos de capitalização, como nos casos de securitização. Essas regras dizem respeito à administração da sociedade e é exatamente para proteger a pessoa jurídica da companhia, seus sócios e investidores, e até mesmo o administrador, evitando fraudes e administrações desastrosas, que os dispositivos legais são bem específicos quanto à destinação dos investimentos feitos na companhia.

2.1.9 Outros valores mobiliários

Fábio Ulhoa, quando inicia seu estudo sobre os demais valores mobiliários, faz menção, *en passant*, aos principais, para depois explicá-los, em separado, com mais vagar; assim leciona o autor:

Cabe o estudo de outros valores mobiliários, que são as debêntures, os bônus de subscrição, a parte beneficiária e o *commercial paper*. Esta relação não esgota todos os tipos existentes. Assim, são definidos, formalmente, como valores mobiliários os certificados de depósito de ações (CDA), as opções de compra e venda de valores mobiliários, os certificados a termo de energia elétrica, os certificados de investimento para produção de obras audiovisuais, os contratos de investimento coletivo (“engorda de boi”), os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e outros.

(...)

Valores mobiliários são instrumentos de captação de recursos pelas sociedades anônimas emissoras e representam, para quem os subscreve ou adquire, um investimento.¹²³

Apesar de esse detalhe já ter sido mencionado, vale ressaltar que os valores mobiliários não são espécies de títulos de crédito, ou seja, de títulos cambiais. São títulos de securitização, tanto para empresa, quanto para o próprio investidor. Faltam-lhes, para se classificarem como títulos de crédito, um leque de características e atributos daqueles, como a executividade, a cartularidade, a literalidade e a autonomia das obrigações. São os demais valores mobiliários documentos que conferem ao seu titular um crédito? Obviamente que sim, pois há um investimento na empresa, que, de alguma forma deve ofertar em troca uma determinada vantagem, mas não necessariamente essa vantagem é uma soma em dinheiro. Existe um ganho e as diferenças nesse ganho é que fazem com que os valores mobiliários se diferenciem entre si.

A LSA, em seu art. 52, menciona as debêntures¹²⁴, trata de sua emissão, certificado e escrituração, mas não as define. Isso ficou a cargo da doutrina. Fábio Ulhoa, nessa intenção,

¹²³*Idem.* p. 137.

leciona sobre as debêntures, comparando sua aquisição a um contrato de mútuo, como se pode analisar:

A doutrina, ressaltando tratar-se a emissão de debêntures de uma operação de empréstimo, costuma apresentá-las como parcelas de um contrato de mútuo, em que a sociedade anônima emissora é a mutuária e os debenturistas os mutuantes (Ferreira, 1962:240/241; Martins, 1977, 1:311). O conceito doutrinal é, sob o ponto de vista didático, extremamente útil e, ressalvado o caso das debêntures perpétuas, estabelece os contornos básicos do instituto de forma correta. Vale a pena, por isso, explorá-lo melhor. Normalmente, o contrato de mútuo envolve dois sujeitos de direito: de um lado, aquele que necessita de dinheiro e o toma por empréstimo (devedor, mutuário), e, de outro, o que dispõe do dinheiro e o empresta (credor, mutuante). O contrato de mútuo é o instrumento em que se especificam valores, garantias, prazos e obrigações das partes, em geral. Agora, se quem precisa do dinheiro é sociedade anônima, ela pode valer-se de um expediente específico de captação, que é a emissão de debêntures. Cada investidor, ao subscrever esse valor mobiliário e pagar à sociedade emissora o preço correspondente, está como que emprestando dinheiro a ela. No vencimento das debêntures, a companhia pagará o devido ao debenturista, como que devolvendo o dinheiro emprestado. Isto é, os titulares das debêntures postam-se, perante a companhia emissora, do mesmo modo que o mutuante diante do mutuário, e vice-versa. Os valores, as garantias, os prazos e as obrigações das partes estão estabelecidos no certificado quando houver, e na escritura de emissão.¹²⁵

As lições de Fábio Ulhoa são um resumo brilhante do conceito, características e do detalhamento do que vem a ser uma debênture. É, grosso modo, um empréstimo. A princípio pode parecer um pouco quixotesco afirmar que uma grande companhia, como a Petrobras, por exemplo, pode pedir empréstimo a um professor, a uma dona de casa, a um médico, quando lança debêntures no mercado de capitais e visa às poupanças populares como possíveis investidores. Mas na realidade é isso mesmo, só que em larguíssima escala. Tem-se, numa primeira impressão, que “aquele que necessita de dinheiro e o toma por empréstimo”, como dispõe o autor, seja uma pessoa que não dispõe de poder aquisitivo, que seja uma pessoa pobre, sem recursos, etc. E, ao contrário, quem empresta é aquele abastado, que dispõe de muito capital, tanto que pode retirar parte desse capital, sem se prejudicar, e emprestar àquele que necessita. Numa relação comum de mútuo, o devedor e o credor podem até se revestir

¹²⁴**Debêntures:** São títulos privados emitidos por empresas quando precisam captar recursos no mercado. Quem os adquire se torna credor da empresa e recebe juros periódicos pelo empréstimo. O investidor empresta à companhia emissora os recursos correspondentes ao valor dos títulos emitidos, nas condições estabelecidas pela escritura de emissão das debêntures, com prazos, condições de remuneração e garantias pré-determinadas. Cada debênture emitida representa uma fração do total da dívida contraída pela companhia no ato da emissão. Os investidores, também denominados de debenturistas, são representados pelo Agente Fiduciário, cujo principal objetivo é defender o interesse da comunhão dos debenturistas junto à companhia emissora, à omissão de Valores Mobiliários (CVM) e demais órgãos competentes. No vencimento das debêntures, o investidor recebe de volta o valor pago pelo título inicialmente. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹²⁵*Idem.* p. 140.

dessas características e assumir esses papéis. Essa noção preconcebida de credor e devedor deve ser deixada de lado quando se analisa o conceito de debênture.

As debêntures, geralmente, possuem seu valor nominal correspondente ao valor que o debenturista investiu, ou seja, o que ele despendeu na aquisição do título. E uma importante característica das debêntures é que o seu prazo é longo (de oito ou dez anos, ou até mais – podendo ser inclusive uma debênture perpétua). Porém, importa saber, nos casos de debêntures com prazo fixo, mesmo que este seja um prazo longo, como se dá o resgate dos valores pelo investidor. Nesse sentido, Fábio Ulhoa esclarece:

No vencimento, estabelecido geralmente em prazo longo, como 8 ou 10 anos, a sociedade emissora paga ao debenturista o reembolso do valor mobiliário, sendo admissível a antecipação deste por amortizações periódicas previstas no certificado ou na escritura de emissão. Claro que ao reembolso do valor das debêntures acrescem-se, pelo menos, juros, fixos ou variáveis, e correção monetária. A sociedade anônima que não se comprometer a pagar, no mínimo, esses acréscimos dificilmente encontrará interessados na subscrição do valor emitido. Além desses, como atrativo para o investidor, a companhia emissora das debêntures poderá obrigar-se ao pagamento, no vencimento ou nas amortizações parciais, de outros acréscimos, como o prêmio de reembolso ou mesmo a participação nos seus lucros (LSA, art. 56).¹²⁶

A compra de debêntures é um negócio, um investimento. Por óbvio, como qualquer outro investimento, o debenturista tem que ter o mínimo de certeza de retorno do capital que investiu com todas as suas correções e, é claro, algum tipo de lucro. Esse lucro pode ser o pagamento de um prêmio no resgate ou amortização das parcelas da debênture ou mesmo uma participação nos lucros da companhia.

As debêntures, assim como as ações, são negociáveis. O debenturista pode alienar seus direitos a terceiro interessado, passando este a ser o credor da sociedade. E como as ações, as debêntures podem ser nominativas ou escriturais. Mas, ao contrário das ações, as debêntures recém-emitidas podem ser negociadas tanto no mercado primário, quanto no mercado secundário, mesmo que negociadas pela primeira vez. Por fim, vale transcrever as lições de Fábio Ulhoa quando trata da possibilidade que a lei dá à sociedade de converter as debêntures em ações:

As debêntures podem conter cláusula de conversibilidade em ações, hipótese em que a escritura de emissão deve especificar o momento (prazo ou época) em que o debenturista poderá exercer o direito à conversão, a espécie e a classe da ação em que elas são conversíveis e demais condições do ato (LSA, art. 57). Convertidas em ações as debêntures, seus titulares passam à condição de acionistas, ordinarialistas

¹²⁶*Op. cit.* p. 140 e 141.

ou preferencialistas, de acordo com as ações atribuídas na conversão. Outrossim, dá-se o aumento do capital social (art. 166, III).¹²⁷

As debêntures podem ser públicas ou privadas. Se públicas, deve a sociedade pedir autorização à CVM para emitir suas debêntures no mercado de capitais; já, em casos de sociedades que lançam debêntures privadas, somente a comunicação à CVM é suficiente. E isso se dá exatamente porque a CVM não é um órgão que fiscaliza o patrimônio dos investidores que são sócios ou se tornarão sócios das companhias; é dever da CVM fiscalizar todo e qualquer título mobiliário colocado à disposição do público e que envolva a aplicação de qualquer tipo de investimento.

Sendo as debêntures títulos que conferem aos investidores o direito à devolução do valor dado em empréstimo somado a algum tipo de benefício (percentagens nos lucros, prêmios, etc.), o bônus de subscrição¹²⁸ é um valor mobiliário que garante ao seu titular o direito de preferência para comprar e subscrever ações daquela companhia se ela chegar a emitir novas ações, se desejar aumentar um dia o seu capital social.

Percebe-se o quanto o bônus de subscrição é um título que traz ainda mais incertezas que as debêntures e as próprias ações. Daí um detalhe importante para o seu lançamento e, por conseguinte, seu sucesso: somente as companhias muito bem cotadas no mercado de capitais costumam lançar bônus de subscrição com efetivo sucesso. Sobre sua conceituação e suas principais características, Fábio Ulhoa preleciona:

Bônus de subscrição são valores mobiliários que asseguram ao seu titular o direito de subscrever, com preferência, ações da companhia emissora, em futuro aumento de capital social. Se a sociedade está planejando, por exemplo, aumentar sua capitalização, mediante emissão de novas ações, no prazo de 2 ou 3 anos, ela pode, se as condições de mercado o possibilitarem, captar, hoje, mais recursos por meio desse valor mobiliário. Quer dizer, se suas ações costumam ser muito atraentes aos investidores, é possível que haja interessados na aquisição do direito de preferência, a ser exercido no momento da emissão de novas; em assim sendo, pode a companhia aproveitar essa oportunidade de captação de recursos, emitindo bônus de subscrição. Trata-se, como se pode ver, de valor mobiliário típico de mercado de capitais fortalecido.¹²⁹

Se o mercado não for totalmente favorável ao crescimento da empresa e, principalmente, se as possibilidades de emissão de novas ações não forem bastante concretas, o bônus de subscrição é um tipo de valor mobiliário totalmente desvantajoso. Pois não se está comprando o título de acionista, está-se comprando um direito abstrato – que nem sempre é líquido e certo – de ter a preferência, ou seja, de poder comprar primeiro que outras pessoas

¹²⁷ *Idem.* p. 142.

¹²⁸ **Bônus de subscrição:** Título emitido por uma sociedade anônima de capital aberto, dentro do limite do capital autorizado, que confere ao seu titular, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações, que será exercido contra a apresentação do bônus à companhia e pagamento do preço de emissão. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹²⁹ *Op. cit.* p. 150 e 151.

ações que podem ser emitidas futuramente, se a empresa assim decidir, se a empresa tiver reais condições no futuro de aumentar o seu capital social e se a empresa tiver interesse em fazê-lo. Daí se vê a importância sumária e irrefutável da presença constante da CVM com seus instrumentos fiscalizatórios.

Sobre os bônus de subscrição, Fábio Ulhoa comenta ainda algo curioso:

Note-se que, normalmente, são os acionistas os titulares do direito de preferência na subscrição de novas ações da companhia. A emissão de bônus de subscrição, entretanto, transfere a preferência dos acionistas aos titulares do bônus. Isto é, ao emitir novas ações, a sociedade anônima que possui bônus de subscrição em circulação deve oferecê-las, inicialmente, aos investidores detentores desse outro valor mobiliário, e não aos próprios acionistas (LSA, art. 171, § 3º). Registre-se, ademais que a lei, visando tutelar os interesses dos sócios da companhia, conferiu-lhes, como direito essencial, a preferência na subscrição de bônus de subscrição (LSA, art. 109, IV). Assim, o acionista que pretender conservar a preferência no aumento do capital social não pode deixar de subscrever os bônus que lhe serão oferecidos preferencialmente.¹³⁰

Muito interessante observar o que fez o legislador:

1º) a S/A emite ações e pessoas quaisquer subscrevem seus valores e se tornam acionistas, surgindo a sociedade anônima, pessoa jurídica autônoma;

2º) a S/A está indo muito bem e pretende crescer emitindo novas ações no mercado para aumentar seu capital social;

3º) como as ações são vantajosas e o número de interessados é maior que o número de ações, ou seja, a procura é maior que a oferta, a lei confere aos já acionistas o direito de preferência nessa aquisição: entre uma pessoa comum e um acionista que queira adquirir uma ação, a preferência é do acionista;

4º) entretanto, percebendo que existe a possibilidade de se lucrar duas vezes com um único movimento da empresa, foi criado o bônus de subscrição, que é um título comprado por pessoas comuns do mercado e que lhes confere só uma coisa: o direito de desembolsar primeiro que todo mundo, pela segunda vez, no futuro, mais dinheiro, para se tornar então acionista;

5º) percebendo que haveria choque entre essas duas preferências (a do já acionista e a do não-acionista que comprou um direito de ter preferência), o legislador foi claro e elegeu o direito do titular do bônus, em detrimento dos acionistas; assim o titular do bônus teria preferência na compra, mesmo em relação aos próprios acionistas;

¹³⁰*Ibidem.*

6º) entretanto, essa situação geraria alto desconforto por parte dos sócios, que poderiam se sentir preteridos em seus direitos, daí o legislador criou a preferência dentro da preferência: o acionista, que já tem preferência na aquisição de novas ações, se adquirir um bônus de preferência de subscrição, terá uma preferência dupla e, portanto, poderá subscrever as futuras ações emitidas pela companhia primeiro que os titulares comuns dos bônus, que ficarão em segundo lugar na subscrição, e os acionistas comuns que não subscreveram bônus de subscrição ficarão em terceiro lugar no direito de subscrever.

E no caso, muito remotamente, se sobrar alguma ação ainda no mercado, os reles mortais que não são acionistas, nem titulares de bônus de subscrição, nem acionistas titulares de bônus de subscrição poderão subscrever as tão disputadas ações. Uma companhia que chegar a vender bônus de subscrição para seus próprios acionistas está em alta cotação no mercado de capitais e é certamente uma empresa na qual vale a pena investir!

Ainda sobre os valores mobiliários mais comuns emitidos por sociedades anônimas, deve-se, com cautela, analisar as chamadas partes beneficiárias. E qual é o porquê de tanta cautela? A resposta se deu após anos de observação pela CVM em relação à emissão desses títulos e das empresas que as emitia. Com o tempo a CVM foi percebendo que uma prática passou a ser mais constante: empresas quase à beira da falência emitiam no mercado aberto várias partes beneficiárias, e muitas pessoas as titularizavam. Entretanto, como a empresa estava em situação de ruína, não havia lucro, e o dinheiro investido das partes beneficiárias era totalmente perdido. Esses títulos foram denominados “títulos podres”, sendo descoberta a fraude da venda proposital de partes beneficiárias de empresas que já sabiam de sua derrocada econômica.

Nesse momento a CVM limitou a emissão de partes beneficiárias. Atualmente, só as companhias de capital fechado podem emitir esse valor mobiliário. Essa atitude da CVM coibiu e minimizou muito o número de fraudes e simulações. Fábio Ulhoa, a respeito das partes beneficiárias, acrescenta ainda:

Partes beneficiárias são valores mobiliários que asseguram ao seu titular direito de crédito eventual contra a sociedade anônima emissora, consistente numa participação nos lucros desta. Quem titulariza uma parte beneficiária tem, por exemplo, direito a 3% dos lucros de certa companhia durante 5 anos. Trata-se de crédito eventual, na medida em que nada poderá ser reclamado da sociedade se ela não registrar lucro num determinado exercício. Só as companhias fechadas podem emitir partes beneficiárias (LSA, art. 47, parágrafo único).¹³¹

¹³¹ *Op. cit.* p. 151.

Para as companhias fechadas, que são as únicas que podem emitir partes beneficiárias atualmente, esses títulos possuem três funções. A primeira delas é exatamente a captação de recursos para a empresa. Elas são alienadas e os interessados as compram objetivando o lucro prometido. O valor do investimento é direcionado diretamente ao capital social da empresa. Quanto às outras duas funções, vale a pena colacionar as opiniões de Fábio Ulhoa Coelho, *in verbis*:

Ao lado dessa função típica dos valores mobiliários, as partes beneficiárias apresentam também outras duas, a de remuneração por prestação de serviços e a atribuição gratuita. Exemplificando a primeira: se a companhia contratou os serviços de um administrador de empresa para a reorganização de sua estrutura e combinou pagar-lhe, além dos honorários fixos, uma participação nos lucros, durante certo prazo, a obrigação correspondente a esta última pode ser documentada por uma parte beneficiária. A atribuição gratuita, a seu turno, normalmente se realiza em favor de entidade beneficente dos empregados da sociedade anônima (fundação ou associação). Outra limitação a se considerar é a temporal. A parte beneficiária gratuitamente atribuída não pode durar mais que 10 anos, salvo quando favorece entidade beneficente de empregados (LSA, art. 48, § 1º).

(...)

O máximo que a sociedade anônima pode comprometer no pagamento da participação ou no resgate da parte beneficiária é 10% de seus lucros (LSA, art. 46, § 2º)¹³²

Outro importante valor mobiliário previsto na LSA é o *commercial paper*. E em poucas linhas é possível defini-lo: o *commercial paper* é uma debênture de curto prazo. Essa definição não foge à realidade de atuação desse valor mobiliário atualmente no mercado de capitais. Fábio Ulhoa preleciona sobre esse título o seguinte:

A função econômica do *commercial paper* é igual à das debêntures: a sociedade anônima, em vez de contratar financiamento bancário, capta os recursos que necessita para suas atividades com a emissão de valores mobiliários, o que a torna devedora dos titulares destes. A diferença entre esses dois instrumentos diz respeito ao vencimento. Enquanto as debêntures estão normalmente relacionadas a empreendimentos de grande envergadura e, por isso, vencem a longo prazo (8, 10 anos), os *commercial papers* destinam-se à captação de dinheiro rápido, isto é, para pagamento entre 30 e 180 dias (Inst. CVM n. 134, art. 7º). Sua utilização, assim, liga-se ao cumprimento de obrigações no giro da sociedade. São valores mobiliários próprios ao financiamento do custeio da empresa com momentâneo problema de liquidez, e não à realização de grandes investimentos.¹³³

Diante disso, o *commercial paper*, e mais ainda que a debênture, se parece com um título de crédito, mais especificamente com uma nota promissória, mas com certas particularidades referentes à legislação que as disciplina. Apesar de todas as características de um documento cambiário, como a nota promissória, o *commercial paper* continua a ser um

¹³² *Op. cit.*, p. 152.

¹³³ *Idem.* p. 153.

valor mobiliário, ou seja, um instrumento de securitização e da boa manutenção das sociedades anônimas. A característica do endosso é própria dos títulos de crédito, mas a obrigatoriedade de seu registro na CVM acaba por qualificar esse título como sendo um valor mobiliário – um pouco atípico, é verdade, mais ainda assim um valor mobiliário. Diante dessas considerações todas sobre os valores mobiliários, inclusive as ações e todas as outras características e classificações das sociedades anônimas, é possível compreender como se dá o início, a construção, enfim, a constituição das companhias abertas e fechadas.

2.2 O PROCESSO CONSTITUTIVO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS BRASILEIRAS

O processo de constituição e criação de uma sociedade anônima se diferencia conforme o tipo de companhia que seus fundadores pretendem formar: aberta ou fechada, quanto ao seu capital. Se a S/A for aberta, é indispensável que seja feito um pedido prévio de registro junto à CVM; já quando se tratar de S/A fechada esse pedido é dispensado. Porém, são condições *sine qua non* para a constituição de qualquer S/A (aberta ou fechada) aquelas insculpidas no art. 80 da LSA. As condições disciplinadas nesse artigo são comuns para ambos os tipos de sociedade anônima. Cumpridos esses dispositivos, o que vai se diferenciar são os requisitos a serem cumpridos junto à CVM, para o caso das companhias abertas.

O Capítulo VII da LSA trata exclusivamente da Constituição da Companhia, sendo que sua Seção I estabelece exatamente os Requisitos Preliminares, que são comuns tanto às S/A abertas quanto às S/A fechadas. Esse capítulo trata ainda, na Seção II, do ato de constituição da companhia por subscrição pública, enquanto a Seção III dispõe sobre a constituição da sociedade anônima por subscrição privada. Ao final do capítulo, na Seção IV, são expostas as disposições gerais sobre o tema da constituição das S/A. Tratando dos requisitos preliminares (comuns às S/A abertas e fechadas), o art. 80 da LSA traz:

Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares:

- I – subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto;
- II – realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro;
- III – depósito, no Banco do Brasil S/A, ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro.

Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social.¹³⁴

O que está disposto nesse artigo é bem fácil de ser entendido. O inciso I fixa um número mínimo de duas pessoas, pois o Brasil não admite como regra geral a chamada sociedade unipessoal, não importa se anônima ou não. As sociedades brasileiras admitidas em lei são pluripessoais, ou seja, com duas ou mais pessoas. Duas pessoas são suficientes para constituir uma S/A fechada, entretanto, para constituir-se uma S/A aberta são necessárias pelo menos três pessoas, haja vista que a LSA, em seus arts. 138, § 2º, 140 e 146, trata do Conselho de Administração, que, obrigatoriamente, deve ser composto por no mínimo três pessoas físicas. Então a regra do art. 80 é muito clara, mesmo porque as grandes sociedades anônimas, principalmente as de capital aberto, contam com centenas, milhares ou até milhões de acionistas.

A exigência contida no inciso II trata da integralização do capital da sociedade anônima. Este pode ser feito em dinheiro, bens ou créditos. Mas é condição legal e obrigatória que pelo menos 10% desse capital a ser integralizado sejam dados em dinheiro como entrada. Pode-se notar que o parágrafo único do art. 80 faz uma ressalva; esse parágrafo único se refere às sociedades anônimas cujo objeto social é o de instituição financeira, ou seja, a constituição de bancos, por exemplo. Nesse caso, o valor de entrada em dinheiro não é de 10%, mas sim de 50% do preço de emissão das ações a serem subscritas. Essa percentagem não se encontra prevista na LSA, e sim em lei mais específica de instituições financeiras (Lei n. 4.595/64, em seu art. 27). Mas para as demais empresas que não vão subscrever seu capital total à vista, pelo menos 10% desse capital devem ser subscritos em dinheiro, como entrada, cogitando-se a hipótese de que o restante seria parcelado em dinheiro, em bens ou crédito.

Por fim, o inciso III, que trata do depósito em banco autorizado pela CVM da parte do capital que será subscrita em dinheiro, visa “*ao controle da realidade do capital social*”¹³⁵, como disserta Fábio Ulhoa. O objetivo desse dispositivo é o de evitar que nos atos constitutivos da sociedade faça-se referência a um valor, a um montante irreal, inexistente de capital social; se esse montante estiver devidamente depositado em instituição autorizada não haverá diferença entre o capital declarado no estatuto e o capital realmente subscrito.

Apesar de a lei trazer esses requisitos como preliminares, não obrigatoriamente todos eles têm que estar totalmente atendidos nos primeiros atos constitutivos da companhia.

¹³⁴BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 20h.

¹³⁵*Idem.* p. 152.

O importante mesmo é que a soma de todos eles se dê para que a sociedade se constitua; sem isso não há possibilidade de constituição, nem tampouco de ofertar ações a investidores.

Após a disposição dos atos preliminares, que tanto servem para as sociedades abertas quanto para as fechadas, são expostas as duas modalidades de subscrição: a pública e a privada. Conceituar subscrição é, portanto, o primeiro passo para compreender o processo de constituição das sociedades anônimas, conforme lecionam Marcelo Bertoldi e Márcia Carla:

Subscrição significa o compromisso assumido pelo futuro sócio em adquirir uma certa quantidade de ações mediante a entrada com determinada importância em dinheiro, bens ou créditos. Para que se inicie o processo de criação da sociedade é necessário que o total do capital social seja subscrito; caso isso não ocorra restará frustrada a iniciativa. A partir do momento em que aconteça a subscrição a sociedade passa a ser credora do subscritor, que deverá integralizar as ações no prazo e nas condições a que se obrigou.¹³⁶

A subscrição para criação de uma sociedade pode ser pública sempre que os sócios fundadores se utilizarem de meios de publicidade e de comunicação para ofertar suas ações e captar investidores, inclusive da poupança pública, para que se dê a criação da companhia. Na subscrição pública o apelo à poupança popular ocorre mesmo antes de se constituir por completo a sociedade, pois, para se constituir a sociedade, as ações subscritas devem ser integralizadas por completo (à vista ou a prazo, em dinheiro, bens ou créditos). Mas o fato de se buscar recursos de investidores externos já faz com que a subscrição se torne pública – que é também chamada sucessiva –, pois, mesmo não existindo efetivamente a empresa, a CVM já tem que participar desse processo de captação de recursos para a formação da empresa.

A subscrição pública é também chamada sucessiva exatamente por isto: o ato constitutivo da companhia não se dá de uma só vez. Se todos os requisitos do art. 80 e 81 da LSA forem satisfeitos, a companhia dar-se-á por constituída, não havendo captação de investimentos externos, nem apelo às poupanças populares, nem negociação de ações no mercado primário, pois o capital necessário para constituir a empresa já foi reunido por um grupo de pessoas.

Aqui uma grande diferenciação deve ser feita. A subscrição privada se difere da pública porque na privada o capital total necessário para se constituir a sociedade anônima já está reunido. Com esse capital reunido, todos os atos constitutivos são feitos de uma só vez, simultaneamente, e a S/A é criada. Daí, pode-se afirmar que toda sociedade anônima cuja

¹³⁶ *Op. cit.* p. 257

subscrição se deu de forma privada ou simultânea será, necessariamente, uma S/A fechada? Aqui surge um grande equívoco. A resposta é não. O fato de existir um grupo capaz de reunir capital suficiente para constituir a S/A não significa que, alguns meses depois, esse grupo fechado não possa querer expandir seu capital, emitir novas ações e se tornar uma S/A aberta, lançando seus novos títulos na bolsa ou no mercado de balcão.

Por outro lado, quando há uma subscrição pública, os atos de constituição da empresa são sucessivos, ou seja, primeiro se registram na CVM o ato constitutivo e o interesse em se constituir uma S/A. Nesse pedido deve estar anexo um estudo de viabilidade econômica do negócio, um projeto do estatuto social da empresa e um prospecto daquilo que a empresa será depois de constituída.

Dando seguimentos ao processo de constituição, a CVM analisa tudo isso, verifica se há viabilidade ou não naquele projeto, se toda a documentação entregue satisfaz todos os requisitos legais e por fim aprova ou não a constituição da S/A. Os sócios fundadores terão que se valer, obrigatoriamente, de uma instituição financeira para intermediar essas negociações, sendo feita ao final desses trâmites uma assembleia específica para tratar dos atos constitutivos. O capital social da empresa deve ser totalmente integralizado, e, após a análise da CVM, o apelo a poupanças populares e a investimentos externos estará permitido, faltando assim só a subscrição total das ações, que devem ser colocadas à disposição do público para serem devidamente integralizadas.

Portanto, daí pode surgir um questionamento: essa sociedade anônima começou de forma aberta e obrigatoriamente, depois de sua constituição, terá que continuar sendo uma S/A aberta? A resposta é não. Após captar recursos e um determinado número de novos sócios investidores, a sociedade pode se dar por satisfeita, não querer mais expandir seu capital, não querer mais disponibilizar valores mobiliários ao público, em bolsas ou mercado de balcão, e simplesmente comunicar à CVM que, apesar de seu processo de abertura ter-se dado através de uma subscrição pública, seu interesse para o futuro não é o de continuar sendo uma S/A aberta. Então ela dará baixa em seu registro junto à CVM e passará a ser uma companhia fechada.

Assim, é possível concluir que ser uma S/A aberta ou fechada é algo mutável. Essa mutabilidade só depende do devido registro junto à CVM e da juntada da documentação necessária que a lei impõe, podendo-se assim expor ou não seus valores mobiliários para qualquer investidor. Uma S/A que nasceu por subscrição pública (aberta) pode se tornar fechada e continuar crescendo e aumentando seu capital só entre os sócios, sem apelo a investidores externos. E uma S/A que nasceu por subscrição privada (fechada) – pois seus

fundadores já tinham o capital necessário para sua abertura – pode tornar-se aberta a qualquer momento, bastando que seus sócios percebam que o negócio cresceu demais e resolvam expandi-lo. Se isso ocorrer e os acionistas não detiverem bens, créditos ou dinheiro suficientes para aumentar significativamente o capital social da empresa, deverão abrir seu capital ao mercado, passando a S/A inicialmente fechada para a condição de S/A aberta, com os devidos ajustes feitos junto à CVM.

Para Fábio Ulhoa, que trata o tema com bastante propriedade, há grandes diferenças nos atos da subscrição pública e privada. O autor inicia suas preleções tratando dos conceitos e elementos da subscrição pública:

A constituição por subscrição pública é a forma de captar, no mercado de capitais, os recursos necessários à implementação do negócio. Compreende três fases: registro na CVM, colocação das ações e assembleia de fundação.

A subscrição se considera pública, segundo a lei (LCVM, art. 19, §3º), quando utilizados determinados meios para a oferta das ações como uma alternativa de investimento, que são: a) instrumentos de subscrição (listas ou boletins) e informação (folhetos, prospectos ou anúncios) destinados ao público em geral; b) contratação de serviços de empregados, agentes ou corretores para procura de investidores interessados; c) loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público e uso de serviços públicos de comunicação na colocação das ações da nova companhia.¹³⁷

Essas três fases são anteriores às constantes no art. 80 da LSA, pois elas servem para que se dê o levantamento do capital social inicial da empresa, o qual, por um motivo ou outro, os sócios fundadores não conseguiram sozinhos reunir. Na fase dos requisitos preliminares contidos no art. 80, mesmo que todo o capital social a ser subscrito não seja depositado à vista, mesmo que haja um parcelamento, seus subscritores já existem e já sabem como farão para, de uma só vez ou parceladamente, integralizar esses valores.

Os artigos da LSA referentes aos dois tipos de subscrição das sociedades anônimas mostram suas particularidades:

Constituição por Subscrição Pública

Registro da Emissão

Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira.

§ 1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com:

- a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento;
- b) o projeto do estatuto social;
- c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária.

¹³⁷ *Op. cit.* p. 179.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores.¹³⁸

Na observação do art. 82, prevê-se a obrigatoriedade de que uma instituição financeira venha a intermediar as conversas essenciais que serão feitas na captação de ações junto ao público. Fábio Ulhoa ministra lições valiosas sobre essa intermediação necessária:

Antes de preparar o pedido de registro na CVM, o fundador deve procurar uma instituição financeira para contratar a prestação dos serviços de *underwriting*. O essencial, nesses serviços, é a colocação das ações junto ao público investidor, a etapa seguinte da constituição, mas, como a lei exige que parte dos documentos indispensáveis ao pedido de registro na CVM seja assinada pela instituição financeira intermediária (LSA, art. 82, § 1º, c), a contratação desta é uma das providências iniciais que o fundador deve adotar.

(...)

O objetivo da lei, ao condicionar a apresentação do pedido de registro na CVM à prévia contratação do *underwriter*, é ampliar as garantias dos investidores (LSA, art. 92).¹³⁹

A CVM é na verdade a grande guardiã dos direitos e das garantias que possuem os investidores que pretendem negociar no mercado de capitais. A proteção aos acionistas está intimamente ligada ao papel que a CVM representa junto às companhias, às bolsas e aos mercados de balcão. Ela dita as regras e impõe o rigor necessário a ser seguido à risca pelas sociedades que estão se organizando ou que, já organizadas, pretendam apelar a poupanças públicas e a investidores externos para aumentar seu capital social.

Ainda sobre o tema da subscrição pública, é possível perceber que, antes mesmo do registro na CVM para a constituição da S/A, os serviços do *underwriter* já começam a mostrar sua importância e essencialidade. O pedido de registro deve ser instruído com um estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento para que a CVM tenha em mãos elementos técnicos que demonstrem as expectativas do grupo fundador e, principalmente, que respaldem a aceitação ou denegação do pedido de registro. Outros elementos fundamentais contidos no pedido de registro são o prospecto – que é o instrumento de divulgação do investimento ao público, oferecendo e propagando o objeto social da empresa no mercado – e o projeto do estatuto social, definindo todas as regras que estruturarão a companhia, apresentado à CVM – junto com os demais documentos do pedido de registro – em forma de uma minuta. Sobre o prospecto e o projeto do estatuto social da empresa, nada

¹³⁸BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 20h.

¹³⁹*Op. cit.* p. 179 e 180.

melhor para a compreensão mais aprofundada do tema que a própria transcrição dos dispositivos da LSA que mencionam o assunto:

Projeto de Estatuto

Art. 83. O projeto de estatuto deverá satisfazer a todos os requisitos exigidos para os contratos das sociedades mercantis em geral e aos peculiares às companhias, e conterá as normas pelas quais se regerá a companhia.

Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial:

I - o valor do capital social a ser subscrito, o modo de sua realização e a existência ou não de autorização para aumento futuro;

II - a parte do capital a ser formada com bens, a discriminação desses bens e o valor a eles atribuídos pelos fundadores;

III - o número, as espécies e classes de ações em que se dividirá o capital; o valor nominal das ações, e o preço da emissão das ações;

IV - a importância da entrada a ser realizada no ato da subscrição;

V - as obrigações assumidas pelos fundadores, os contratos assinados no interesse da futura companhia e as quantias já despendidas e por despende;

VI - as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula;

VII - a autorização governamental para constituir-se a companhia, se necessária;

VIII - as datas de início e término da subscrição e as instituições autorizadas a receber as entradas;

IX - a solução prevista para o caso de excesso de subscrição;

X - o prazo dentro do qual deverá realizar-se a assembléia de constituição da companhia, ou a preliminar para avaliação dos bens, se for o caso;

XI - o nome, nacionalidade, estado civil, profissão e residência dos fundadores, ou, se pessoa jurídica, a firma ou denominação, nacionalidade e sede, bem como o número e espécie de ações que cada um houver subscrito,

XII - a instituição financeira intermediária do lançamento, em cujo poder ficarão depositados os originais do prospecto e do projeto de estatuto, com os documentos a que fizerem menção, para exame de qualquer interessado.¹⁴⁰

Após a análise de toda a documentação do pedido de registro, se a CVM deferir o registro da companhia, como se trata de um processo de subscrição pública ou sucessiva, inicia-se a segunda fase da constituição da sociedade, que é a da colocação das ações que serão emitidas pela sociedade anônima à disposição dos investidores, como esclarece Fábio Ulhoa:

A segunda fase da constituição por subscrição pública consiste na colocação das ações junto aos investidores, por meio da instituição financeira intermediária e demais agentes do mercado de capitais envolvidos com a operação. Ao término dessa fase, todas as ações da companhia em constituição devem ter sido subscritas, sob pena de se frustrar a operação, como um todo

Há duas possibilidades de desenvolvimento da etapa de colocação das ações da companhia em constituição: acesso garantido a todos os investidores ou procedimento diferenciado (Inst. CVM n. 13, art. 31). No primeiro caso, utiliza-se o mecanismo das reservas, pelo qual são aceitas pelo *underwriter* manifestações de

¹⁴⁰BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 21h.

interesse na oportuna subscrição das ações, com ou sem o depósito bancário de parte do preço, antes da concessão do registro da emissão e da publicação do anúncio de início da distribuição pública. As reservas são atos irrevogáveis, e obrigam o investidor a subscrever as ações reservadas. Já no procedimento diferenciado não existem reservas, e os interessados no investimento devem, no prazo da colocação, subscrever as ações em distribuição.¹⁴¹

Nesse ponto é necessário fazer-se um adendo: em uma grande fusão ou mesmo na constituição de uma companhia cujo capital seja aberto ao público em geral, o acionista está exatamente nesta posição – a de investidor interessado que subscreverá um montante de ações integralizando seu capital investido para que a fusão ou a constituição da S/A se dê plenamente. Obviamente, órgãos de defesa e proteção dos investidores, como é o caso da CVM, no Brasil, existem em todos os países que possuem um mercado forte de capitais. E compete a esse órgão zelar pelos investimentos de milhares de acionistas que podem se sentir desamparados nesse momento.

A última etapa da constituição da sociedade por subscrição pública ou sucessiva é a realização de uma assembleia de fundação da companhia. Para tanto, todo o capital social tem que se encontrar já subscrito. Nesse momento, os fundadores fazem a convocação de uma assembleia geral nos moldes do art. 86 da LSA. E é de conformidade com o art. 87 da LSA que, ao se realizar a assembleia de constituição, a companhia poderá ser devidamente registrada no comércio.

Sobre essa última fase, faz-se mister transcrever as sintéticas lições de Fábio Ulhoa Coelho, que dispõe: “*Na assembleia de constituição, a validade de certas deliberações está sujeita a quorum específico. A fundação da sociedade, por exemplo, é aprovada desde que não haja oposição de subscritores representantes de mais da metade do capital social*”.¹⁴² Se isso ocorrer, nenhum dos atos posteriormente efetivados se aproveita para a tentativa de formação de uma nova sociedade anônima somente com os acionistas que concordaram com a subscrição. Tudo terá que ser realizado novamente. Entretanto, se a maioria dos subscritores anuir à constituição da sociedade, essa assembleia terá o condão de criá-la, e a ata que dela resultar será o primeiro documento oficial dos livros da sociedade que serão arquivados nos órgãos de registro de comércio local.

Em relação ao processo de subscrição privada – também chamada simultânea –, inicialmente deve-se constatar o quanto ele é mais célere e menos complexo que o da subscrição pública. Isso se dá em razão de que “*a constituição por subscrição particular destina-se à formação de sociedade anônima fechada, que não pretende a captação de*

¹⁴¹*Op. cit.* p. 183.

¹⁴²*Idem.* p. 185.

recursos no mercado de capitais, pelo menos no início".¹⁴³ Nesses comentários de Fábio Ulhoa, tudo se resume, principalmente ao se observar que inexistente toda a fase dependente e que rodeia o registro na CVM. O que sobra então são atos simultâneas da constituição da companhia, como dispõe a própria LSA:

Constituição por Subscrição Particular

Art. 88. A constituição da companhia por subscrição particular do capital pode fazer-se por deliberação dos subscritores em assembleia-geral ou por escritura pública, considerando-se fundadores todos os subscritores.

§ 1º Se a forma escolhida for a de assembleia-geral, observar-se-á o disposto nos artigos 86 e 87, devendo ser entregues à assembleia o projeto do estatuto, assinado em duplicata por todos os subscritores do capital, e as listas ou boletins de subscrição de todas as ações.

§ 2º Preferida a escritura pública, será ela assinada por todos os subscritores, e conterá:

- a) a qualificação dos subscritores, nos termos do artigo 85;
- b) o estatuto da companhia;
- c) a relação das ações tomadas pelos subscritores e a importância das entradas pagas;
- d) a transcrição do recibo do depósito referido no número III do artigo 80;
- e) a transcrição do laudo de avaliação dos peritos, caso tenha havido subscrição do capital social em bens (artigo 8º);
- f) a nomeação dos primeiros administradores e, quando for o caso, dos fiscais.¹⁴⁴

Assim, os atos instrutórios e preparatórios anteriores à assembleia de constituição não são feitos nos casos de subscrição privada, já que não há necessidade de se captar recursos e investimentos ou lançar ações ao público para serem integralizadas. Os acionistas fundadores, únicos integralizadores das ações subscritas, podem optar por realizar a assembleia geral constitutiva nos moldes dos arts. 85 e 86 da LSA, ou podem constituir a sociedade através de escritura pública, sendo seguidos à risca os quesitos e dispositivos de lei contidos no § 2º do art. 88 da LSA. Por fim, tanto na subscrição pública, quanto na particular, os atos constitutivos finais deverão ser arquivados na Junta Comercial do estado em que esteja a sede da companhia (aberta ou fechada). Além do registro na Junta, os atos constitutivos devem ser publicados, firmando-se assim a existência concreta da pessoa jurídica da sociedade, sendo transferidos bens, capital, créditos e todo o patrimônio ao novo titular: a sociedade anônima recém-constituída. Essa passará a atuar por conta própria, tendo sede, denominação, capital social, administração e patrimônio totalmente separados dos de seus sócios – daí a responsabilidade limitada dos acionistas das S/A.

¹⁴³*Idem.* p. 186.

¹⁴⁴BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 21h.

2.3 OS TIPOS DE PODER DE CONTROLE INTERNO DAS COMPANHIAS E AS FORMAS DE PROTEÇÃO ÀS MINORIAS ACIONÁRIAS

Dois tipos de controle são concebidos nas sociedades anônimas: o controle externo e o controle interno. Dentro da estrutura da S/A alguns órgãos são imprescindíveis para que se forme organizadamente o controle interno. Entretanto, antes de compreender o funcionamento e a estruturação de tais órgãos, necessário se faz entender como se dá e como se classifica o poder de controle interno.

Nas sociedades anônimas, geridas pelo princípio da responsabilidade social limitada, surge uma clara distinção entre propriedade acionária (ser dono de ações dentro do grupo) e comando gerencial da companhia (dirigir os interesses da sociedade anônima). A prática, obviamente, diferencia-se da teoria, mas teoricamente todas as administrações de companhias deveriam ser igualitárias, qualitativas e preocupadas com todo o corpo social e não apenas com parte dos acionistas. Essa seria uma administração pautada nos princípios da governança corporativa, que foram adotados no Brasil através da Cartilha da CVM em “*Recomendações da CVM sobre governança corporativa*”.

Para Ecio Perin Junior, diferenciar propriedade acionária e comando gerencial da companhia é fundamental a fim de se entenderem e aplicarem os princípios de governança corporativa¹⁴⁵, fundamentais a uma administração mais justa.

Perin Junior afirma que o poder de controle das sociedades anônimas pode ser dividido em quatro modalidades: a) controle totalitário; b) controle majoritário; c) controle minoritário; e d) controle gerencial. Diferenciar esses tipos de controles é necessário também para compreender o processo de dinamismo que ocorre nos órgãos de poder da companhia, principalmente na assembleia geral. Portanto, ficam as lições de Ecio Perin a respeito da subdivisão desses quatro tipos de poder de controle interno das companhias e o grau de ocorrência de cada um deles nas companhias brasileiras:

¹⁴⁵Ecio Perin Junior, sobre o tema da governança corporativa, faz uma nota: “Governança corporativa consiste nas práticas e relacionamentos entre acionistas/quotistas, conselho de administração, diretoria, auditoria independente e conselho fiscal, com a finalidade de otimizar o desempenho da empresa e facilitar o acesso ao capital. A expressão é designada para abranger os assuntos relativos ao poder de controle e direção de uma empresa, bem como as diferentes formas e esferas de seu exercício e os diversos interesses que, de alguma maneira, estão ligados à vida das sociedades comerciais. Governança corporativa é valor, apesar de, por si só, não criá-lo. Isso somente ocorre quando ao lado de uma boa governança temos também um negócio de qualidade, lucrativo e bem administrado. Nesse caso, a boa governança permitirá uma administração ainda melhor, em benefício de todos os acionistas e daqueles que lidam com a empresa (PERIN JÚNIOR: 2004, p. 62).

O controle totalitário é aquele exercido quando um acionista detém a titularidade da totalidade das ações emitidas pela companhia.

Isso ocorre no caso de uma sociedade subsidiária integral (art. 251 da Lei n. 6.404/76) ou ainda quando o controle societário é basicamente familiar, exercendo-se assim o controle totalitário conjunto.

Nesse caso, o poder de controle é absoluto, não havendo conflitos de interesses entre os diversos órgãos sociais. Nos dizeres de BERLE e MEANS, encontram-se a propriedade e o controle em poder da mesma pessoa.¹⁴⁶

Aqui, nesse exemplo de poder de controle, não há minorias e não existem conflitos pelo poder. O poder é único e totalitário, por isso geralmente essas companhias são de capital fechado, pois o próprio controlador não tem interesse em abrir o capital e ter que dividir a sua totalidade de poder com outros possíveis acionistas. Perin continua a tratar da classificação dos tipos de controle interno das companhias, mencionando agora o segundo tipo de poder de controle: o majoritário. O autor assim preleciona:

Já o controle interno majoritário, bastante comum no direito brasileiro, se configura pelo princípio da maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral.

Pressupõe-se que o princípio da maioria, seja ela qualificada ou não, dependendo de cada estatuto social, é aceito pelos acionistas quando da assinatura da ata de constituição da sociedade, na qual o estatuto social é aprovado.

(...) um grande avanço da legislação societária se deu com a distinção quantitativa e também qualitativa da detenção da maioria das ações em relação à minoria, represento o capital de comando da sociedade.

(...) A diversidade de funções entre a maioria e a minoria resulta, em verdade, das intenções dos prestadores de capital, entre os quais se distinguem aqueles que visam a instituir, comandar e dirigir a empresa, orientando-a para fins preordenados segundo um planejamento próprio, e aqueles que, confiando no empreendimento, nele aplicam as suas poupanças, sob a forma de investimentos mobiliários, animados pela expectativa de lucratividade regular, que lhes remunere e aumente o capital empregado, com segurança e liquidez variáveis¹⁴⁷

Seriam perfeitas as conclusões de Ecio Perin, se ocorresse na prática exatamente o que está descrito na teoria e na lei. Se de um lado o majoritário dirigisse a companhia, e de outro lado o minoritário, confiando no empreendimento e principalmente na proba administração do majoritário, se preocupasse somente em investir e posteriormente lucrar, não haveria fraudes, problemas de liquidez, má administração, acordos entre majoritários prejudiciais às minorias, simulações e até crimes financeiros. A CVM nem teria muito que fazer, pois todas as empresas estariam operando em capacidade máxima com todos os seus acionistas satisfeitos, cada um desempenhando o seu papel.

Mas não é assim que funciona. Tanto que a própria LSA, em vários dos seus artigos, estabelece direitos aos acionistas minoritários em razão desse grande poder de mando e

¹⁴⁶*Op. cit.* p. 64 e 65.

¹⁴⁷*Idem.* p. 65.

desmando detido pelos majoritários que controlam a companhia, muitas vezes passando por cima dos interesses das minorias. Se houvesse toda essa harmonia, por que a LSA se preocuparia em criar, por exemplo, o direito de recesso, o direito ao voto múltiplo, o direito a convocar assembleia geral pelo minoritário, o direito a instalar conselho fiscal? Todos esses direitos são conferidos, ao longo do corpo da lei, aos minoritários como um sistema de proteção contra os majoritários que queiram “esmagá-los” e simplesmente inibir ou impedir qualquer participação no controle da companhia pelas minorias. Perin volta a afirmar que *“esses direitos são exemplos de princípios de boa governança corporativa insertos na própria legislação acionária com a finalidade de proteger o investimento dos minoritários”*.¹⁴⁸

Continuando na classificação das quatro modalidades de poder de controle interno dentro das sociedades anônimas, Ecio Perin Junior trata do terceiro tipo de poder de controle, que é o exercido por acionista minoritário, ou seja, aquele que detém menos que a metade do capital social votante da companhia, mas que pode deter mais capital social votante sozinho que muitos outros que não se organizam para combater qualquer abuso de poder por parte desse minoritário. Perin disciplina o tema argumentando:

A terceira modalidade de controle interno (...) é aquela exercida pelo acionista minoritário, ou seja, aquele que não chega a deter a maioria do capital votante. Essa modalidade ocorre, precipuamente, quando a companhia tem uma vasta dispersão acionária.

Como a regular instalação da assembleia geral pode ocorrer, em segunda convocação (salvo casos específicos, como o de alteração estatutária), com a presença de acionistas que representem qualquer porcentagem do capital votante (art. 125 da Lei n. 6.404/76), tem-se que legalmente a aprovação de determinada deliberação pode dar-se pela minoria dos acionistas.

(...) controle minoritário pressupõe a existência de uma minoria organizada de acionistas, ao lado de uma maioria isolada e desinteressada do exercício de seus direitos políticos.

(...) as sociedades por ações de capital aberto no Brasil são semelhantes às companhias fechadas, pois os seus controladores a elas se prendem, do mesmo modo como qualquer grupo acionário familiar e coeso se prende à “sua” companhia. Assim sendo, torna-se difícil a existência, em larga escala, dessa modalidade de controle no Brasil.¹⁴⁹

Para que houvesse esse tipo de controle por minoritários no Brasil, eles deveriam se organizar, mas geralmente isso quase nunca ocorre e a administração da companhia fica mesmo ao alvedrio dos majoritários.

Por fim, Perin trata da última modalidade de controle interno existente: a gerencial. Sobre esse tipo de poder controlador, o autor escreve:

¹⁴⁸ *Op. cit.*, p. 66.

¹⁴⁹ *Idem.* p. 66 e 67.

A última modalidade de controle interno é, talvez, a mais interessante e a que menos ocorre no Brasil, pois o poder de controle não está com os acionistas da companhia, e sim com os administradores.

Essa é a forma de controle interno que torna a companhia mais carente de boas práticas de governança empresarial, capaz de assegurar aos acionistas o devido monitoramento dos atos dos administradores. Essa forma de controle ocorre principalmente nos Estados Unidos e na Inglaterra, onde existe uma enorme dispersão acionária.

A grande pulverização do capital possibilita aos administradores exercerem o controle societário por meio do sistema de *proxy machinery*, pelo qual os administradores buscam, entre um número suficiente de acionistas que lhes possibilite garantir a maioria necessária dos votos, procurações para votar em nome deles nas assembleias gerais.

(...)

Ocorre, em verdade, que os votos, quando manifestados, acabam por refletir a vontade do diretor e não do acionista. Vale ressaltar que esse sistema de procurações também pode ser usado nas sociedades com controle minoritário.

A Lei n. 6.404/76, por influência norte-americana, adotou o sistema de *proxy machinery*, embora devendo as procurações ser outorgadas há menos de um ano e somente a outros acionistas, administradores da companhia ou a advogados, podendo também ser outorgada a instituição financeira na hipótese de companhia aberta com ações de titularidade de fundos de investimento, pelo teor do art. 126, § 1º, daquela lei.¹⁵⁰

Nessas quatro modalidades de controle interno das companhias, minimamente, quatro são os órgãos sociais que a lei prevê como responsáveis pela direção social. São eles: 1) assembleia geral; 2) diretoria; 3) conselho de administração; e 4) conselho fiscal. Os demais órgãos que podem existir em uma S/A não interessam ao Direito e por isso não se encontram disciplinados na LSA, sendo facultativa a sua criação dentro das sociedades anônimas. Entretanto, a LSA prevê a existência desses quatro órgãos, mas não os considera como pessoas jurídicas autônomas. Nenhum desses órgãos possui personalidade jurídica. São apenas componentes da única pessoa jurídica existente: a própria companhia. Os órgãos, como assevera Fábio Ulhoa, “*não substituem a vontade da sociedade anônima, mas a expressam*”.¹⁵¹ Daí a importância de conhecê-los com mais vagar a fim de compreender suas funções e, posteriormente, entender o papel que o acionista minoritário representa e como é possível fazer com que esse papel se amplie e seja mais protegido e colocado em prática.

¹⁵⁰ *Idem.* p. 67 e 68.

¹⁵¹ *Op. cit.* p. 193.

2.4 O FUNCIONAMENTO DOS ÓRGÃOS ESTRUTURAIS DAS COMPANHIAS E A PROTEÇÃO DOS DIREITOS DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS

2.4.1 Assembleia geral

A assembleia geral é o órgão de deliberação máxima dentro da sociedade anônima, podendo, em razão desse poder, tratar qualquer assunto levantado em pauta, desde que o tema seja de interesse social – mesmo que de uma minoria. Na assembleia geral é possível aos acionistas, seus representantes ou outras pessoas que compõem o corpo administrativo da empresa discutir e deliberar sobre qualquer assunto. Entretanto, somente aos acionistas ordinários e aos preferencialistas votantes cabe decidir sobre qualquer tema de forma definitiva, através da votação. Nesse sentido, sedimentam-se as lições de José Edwaldo Tavares Borba, em sua obra *Direito societário*:

A assembleia-geral é o órgão supremo da sociedade, uma vez que nela reside a fonte maior de todo o poder.

Compõe-se a assembleia de todos os acionistas que, com voto ou sem voto, para ela são convocados.

Sabe-se, no entanto, que a assembleia não é um cenáculo democrático, em que as decisões aconteçam ao acaso de maiorias acidentais; sobre a assembleia impera, no comum dos casos, o acionista controlador.

As atribuições da assembleia são, na sua totalidade, de natureza deliberativa, não lhe competindo a prática de atos executivos, os quais estão reservados à diretoria. A assembleia não obriga a sociedade perante terceiros, apenas autoriza essa obrigação, a ser assumida, se o for, pela diretoria.

Quando a assembleia se reúne, tem-se uma pluralidade de pessoas – os acionistas – a debater e a decidir, sendo coletivo o processo de tomada de decisão. A deliberação em si é, todavia, um ato unitário, eis que praticado por uma só pessoa, a sociedade. Não importa o número de pessoas que participam da formação do ato; participam porque integram o órgão – relação interna – mas o ato final não é dos acionistas, é da sociedade, por um de seus órgãos.¹⁵²

A assembleia geral é um órgão deliberativo, ou seja, que toma decisões. É verdade que todos os acionistas, com ou sem direito a voto, são convocados para participar da assembleia; entretanto, quando esta for deliberar sobre determinado assunto, iniciando-se um processo de votação, somente os acionistas (preferenciais ou ordinários) que possuem direito a voto poderão participar. E a decisão proveniente dessa votação, mesmo que seja acirrada e não unânime, descontentando muitos dos sócios, é o ato final da sociedade e todos terão que seguir e executar o que ficou determinado em assembleia. A princípio, parece ser um processo

¹⁵²BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 368.

democrático, pois vence a maioria dos votantes. Entretanto não há nada de democrático nas votações se os acionistas se juntam em um acordo para votar todos em uma mesma ideia. O acordo de acionistas nunca esteve tipificado em lei, mas sempre aconteceu na prática e por causa desse hábito reiterado a lei acabou cedendo e tornando-o lícito. Muitos acionistas saem prejudicados com essas manobras; é aquilo que no Direito se chama de legal, mas de ilegítimo, por não se tratar de algo justo. Fábio Ulhoa também comenta o assunto:

A organização do poder, no direito societário, funda-se na medida da contribuição de cada acionista para a formação do capital social, ou seja, é parâmetro da força econômica dos partícipes do órgão. Ora a democracia contemporânea repele, com veemência, qualquer fórmula censitária de organização do poder político.

(...)

A lembrança dos órgãos do estado democrático não é, assim, nada útil à compreensão do direito societário.¹⁵³

A assembleia geral, como órgão máximo de instância deliberativa dentro da S/A, tem poderes para decidir todos os negócios que se relacionam com o objeto da sociedade, tomando todas as resoluções que julgar necessárias à defesa e à conveniência da S/A (art. 121, LSA). Esse órgão geralmente é convocado para atuar nas hipóteses que são de sua exclusividade e que estão listadas no art. 122 da LSA. Esse artigo apresenta um rol de competência privativa da assembleia geral, daí sua convocação ordinária, extraordinária ou especial quando se tem que apreciar uma dessas matérias. Por outro lado, quando o tema a ser apreciado não é de competência exclusiva da assembleia, geralmente esta não é convocada, ficando responsável pela deliberação do assunto qualquer outro órgão da companhia. O art. 122 da LSA foi um dos dispositivos bastante reformulados pela Lei n. 10.303/2001 e atualmente encontra-se disposto da seguinte forma:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

I – reformar o estatuto social;

II – eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, III – tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;

IV – autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto nos §§ 1º, 2º e 4º do V – suspender o exercício dos direitos do acionista (art. 120);

VI – deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social;

VII – autorizar a emissão de partes beneficiárias;

VIII – deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e

IX – autorizar os administradores a confessar falência e pedir concordata.

Parágrafo único. Em caso de urgência, a confissão de falência ou o pedido de concordata poderá ser formulado pelos administradores, com a concordância do

¹⁵³ *Op. cit.* p. 194.

acionista controlador, se houver, convocando-se imediatamente a assembleia-geral, para manifestar-se sobre a matéria.¹⁵⁴

O que se nota, ante a lista de poderes que possui a assembleia geral, é que o detentor ou controlador da maioria dos votos (não importando como este os reúna) manda e desmanda na companhia. Modificar o estatuto social, eleger e destituir administradores e fiscais, tomar as contas e deliberar sobre as demonstrações financeiras, autorizar a emissão de debêntures, suspender o exercício dos direitos de acionistas, deliberar sobre os bens da companhia, deliberar sobre a transformação da sociedade (fusão, cisão, incorporação, etc.), autorizar falência ou concordata, enfim, todas essas ações podem solidificar e fazer crescer uma companhia, ou destruir e arruiná-la em pouco tempo, pois são atividades que conferem ao seu titular muito poder dentro da companhia.

Fábio Ulhoa ressalta os já comentados tipos de controle acionário, que se diferenciam de acordo com a dinâmica que se adota para o desenvolvimento da empresa e que por isso podem tornar a assembleia geral uma mera formalidade ou um verdadeiro palco de discussões sobre os temas a serem analisados na pauta dos trabalhos do dia. O autor assim leciona:

Lição assente do direito do anonimato demonstra que o poder de controle da sociedade anônima pode ser de diversos tipos, sendo relevante destacar, por hora, três: o totalitário, o majoritário e o minoritário. No primeiro, todas as ações votantes da sociedade anônima (ou quase todas) estão concentradas no domínio de uma só pessoa, e, nesse caso, a assembleia geral assume claro caráter de instrumento formal de manifestação da vontade dessa pessoa. Não há debates, enfrentamentos ou votos discordantes, reduzindo-se a sessão ao simples recolher da assinatura do controlador nos instrumentos adequados. Eventualmente, pode comparecer um acionista de ínfima participação acionária votante, ou sem direito a voto, interessado em esclarecimentos sobre a ordem do dia, o que obriga à celebração do ritual da lei, sem outras implicâncias de relevo. Na hipótese de controle majoritário, o controlador tem a maioria das ações votantes, mas alguns minoritários podem titularizar ações em quantidade suficiente para o exercício, em assembleia, de algumas faculdades, como, por exemplo, a do voto múltiplo para a composição do conselho de administração ou da instalação do conselho fiscal. Sendo este o quadro, a assembleia geral não deve mais ser vista como um simples procedimento de formalização da vontade do acionista controlador. Ao contrário, pode mesmo haver tensão durante os trabalhos, nos embates entre controlador e minoria. No terceiro tipo, o controle minoritário, o acionista controlador possui menos da metade das ações com direito a voto. Seu poder, portanto, não é estável, como nos casos anteriores, e, dependendo da articulação a que chegam os minoritários, ele fica exposto, na assembleia geral, até mesmo à possibilidade de perda da posição de mando. Nesse caso, a sessão do órgão é o local da disputa do próprio controle da companhia; nela, os blocos de acionistas se organizam, medem forças e lutam pela supremacia na condução dos negócios sociais. A celebração do ritual da lei é, então, indispensável à garantia dos direitos dos acionistas.¹⁵⁵

¹⁵⁴BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 21h30min.

¹⁵⁵*Op. cit.* p. 195 e 196.

Com a explicação dessas três situações é possível prever os panoramas dentro das companhias brasileiras: sociedades anônimas com um único acionista (controle totalitário) quase nunca terão problemas em relação a fraudes administrativas, simulações de contratos, acordos ilícitos entre acionistas, etc. Desse modo a CVM não teria tantos interesses de minoritários prejudicados a defender, como nos outros dois casos de controle acionário. Tanto no controle majoritário, no qual um dos acionistas detém sozinho mais da metade do capital social votante da empresa, quanto no controle minoritário, em que nenhum acionista chega a deter mais 50% das ações com direito a voto, a CVM atua com frequência, sempre tentando combater irregularidades, indisposições, fraudes, simulações e principalmente acordos entre grupos de acionistas que sejam extremamente prejudiciais tanto à empresa quanto aos minoritários. Como bem observa o autor, nesses dois últimos casos, a assembleia geral sempre será um palco de discussões, debates, deliberações, embates entre controladores e minorias, perdas e ganhos inesperados de poder, acordos, conchavos, invocação constante do cumprimento de direitos, enfim, “*a celebração do ritual da lei indispensável à garantia dos direitos dos acionistas*”.

O que Ecio Perin ressalta, da mesma forma como observou Fábio Ulhoa, é que, sendo a assembleia geral de acionistas um dos órgãos mais importantes da sociedade anônima, por ser o órgão que aprova as contas da administração, o que elege ou destitui os administradores e também o que delibera sobre a destinação dos resultados de cada exercício da companhia, ela possui poderes em demasia, que poderiam ser usados apenas em favor de um grupo de acionistas majoritários, em detrimento de qualquer vantagem que os minoritários pudessem auferir. Entretanto, como Ulhoa leciona e Perin também o faz, é possível que os minoritários, pelo menos teoricamente, reúnam suas forças e detenham o controle de alguns destinos imprescindíveis à sua proteção dentro da sociedade. Essa possibilidade existe, mas, na prática, é muito pouco exercida nas companhias brasileiras, como se pode considerar ante as considerações de Ecio Perin:

Seu *quorum* de deliberação, *grosso modo* (ressalvadas as matérias que reclamam *quorum* qualificado, igual à maioria do capital social votante), é o da maioria simples do capital social votante presente à assembleia, com o que se pode afirmar ser plenamente viável, no cenário do direito acionário brasileiro vigente, o exercício da modalidade de *controle minoritário*.

Dessa forma, poderíamos afirmar que o poder de controle poderia ser perfeitamente exercido, em tese, por acionistas não titulares da maioria efetiva do capital social votante, contanto que se fizessem presentes ou representados no conclave assemblear.

Não obstante a dicção da lei brasileira, pode-se afirmar ser fato raro, em nosso país, a presença de acionistas minoritários nas assembleias gerais das companhias abertas. Diferentemente do que se verifica em muitos outros países, nota-se que, por aqui, mesmo as assembleias gerais de companhias de grande porte, listadas em Bolsa, ressentem-se da presença dos acionistas minoritários.

A assembleia costuma desenvolver-se como se fosse um ritual próprio e exclusivo dos controladores, em que a figura do minoritário se mostra, em geral, indesejada. Não raras vezes a ata já vem pré-elaborada, cuidadosamente elaborada por advogados. Anseia-se que ninguém compareça.

E um ou outro minoritário que ouse aparecer haverá de deparar, muito frequentemente, com olhares tão intimidatórios quanto desconfiados, cuja eficácia resta aumentada em função de seu isolamento.¹⁵⁶

Nota-se que o posicionamento de Ulhoa é o de ministrar o conteúdo, interpretando e comentando dispositivos legais. Já a análise de Perin é crítica. Enquanto Ulhoa se mostra apenas didático, somente passando informações, os apontamentos de Perin sobre o tema mostram a verdade real dos fatos e não apenas as formalidades contidas na lei. Em uma situação teórica é muito fácil afirmar que podem os minoritários se unir em acordo de acionistas perfeitamente corroborado pela lei (“não obstante a dicção da lei brasileira”) e em assembleia geral decidirem os rumos da companhia. Entretanto, a prática é diversa, ou melhor, é totalmente contraposta à teoria, como se pode notar na análise concreta de Perin, que comenta:

Nesse contexto, a assembleia geral anual, que deveria servir de palco para interação e integração de todos os acionistas – dos maiores aos menores, controladores e minoritários –, para a troca de experiências, cobrança de explicações, apresentação de proposições, acaba se transformando num evento formal e burocrático.

Outrossim, até o advento da sociedade por ações como uma técnica jurídica de formação de sociedades mercantis, a assembleia geral de acionistas não era um órgão previsto nas sociedades comerciais, fosse nas sociedades de pessoas fosse nas de capital.

Em relação a estas últimas, pela própria diferenciação da natureza da responsabilidade entre os sócios nas sociedades de capital de outrora, existiam aqueles sócios que se responsabilizavam limitadamente e aqueles que se responsabilizavam de forma ilimitada, respondendo pelas obrigações assumidas pela companhia (exemplo: sociedades em comandita por ações).

Com a possibilidade jurídica de estarem todos os sócios submetidos à responsabilidade limitada em relação às obrigações sociais, sendo apenas responsáveis pela realização da parte do capital social que subscreveram perante a companhia, foi extinta a desigualdade entre os acionistas, os quais passaram a se reunir em assembleias gerais para deliberar e votar matérias relativas à companhia. Nesse sentido, passou a ser a assembleia geral o órgão soberano nas sociedades por ações. Nos termos do art. 121 da Lei n. 6.404/76, a assembleia geral “tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”.

O poder de controle de direito é exercido neste órgão e o detentor da titularidade da maioria das ações com direito a voto, será, em princípio, o verdadeiro controlador da sociedade.¹⁵⁷

¹⁵⁶ *Op. cit.* p. 69.

¹⁵⁷ *Ibidem.*

Ecio Perin chega a defender as antigas sociedades em comandita por ações, afirmando que, se os acionistas majoritários querem deter todo o poder e podem deliberar à vontade temas fundamentais à administração da companhia, essa situação para eles seria um grande bônus e junto com esse bônus eles deveriam também carregar o ônus de responder ilimitadamente pelos atos da companhia. Entretanto, essa modalidade de sociedade não vingou, principalmente depois que as S/A, dando responsabilidade limitada a todos os seus sócios, acenou com as ações preferenciais, que geralmente retiram o direito ao voto, mas em troca lhes conferem maiores facilidades econômicas.

Dando continuidade à classificação das assembleias gerais, o art. 131 da LSA as divide em ordinárias e extraordinárias de acordo com os temas, as matérias que constarem das pautas de votação – ou seja, a LSA acabou por eleger um critério de competência. E sobre o tema, Fábio Ulhoa explana o seguinte:

A assembleia geral, de acordo com as matérias a apreciar, pode ser ordinária ou extraordinária. A primeira (AGO)¹⁵⁸ realiza-se uma vez por ano, nos 4 meses seguintes ao término do exercício social, e somente pode deliberar os assuntos listados no art. 132 da LSA. A outra (AGE)¹⁵⁹ realiza-se a qualquer tempo, e sua competência é irrestrita.¹⁶⁰

Na verdade a competência da assembléia geral ordinária é fixa e determinada; já a da extraordinária é residual, ou seja, aquilo que não for de competência, no exato momento de sua ocorrência, da assembleia geral ordinária, poderá ser tratado, a qualquer instante, em assembleia extraordinária. Tanto é fixa a competência da AGO, que é anulável a deliberação adotada em uma assembleia geral ordinária que trate de qualquer matéria estranha às contidas e citadas no art. 132 da LSA. São disciplinas expostas no art. 132 da LSA, como se pode observar:

Assembleia-Geral Ordinária

Objeto

Art. 132. Anualmente, nos 4 (quatro) primeiros meses seguintes ao término do exercício social, deverá haver 1 (uma) assembleia-geral para:

¹⁵⁸**AGO – Assembléia Geral Ordinária** Reunião dos acionistas, convocada obrigatoriamente pela diretoria de uma sociedade anônima para a verificação dos resultados, leitura, discussão e votação dos relatórios de diretoria e eleição do conselho fiscal e da diretoria. Deve ser realizada até 4 meses após o encerramento do exercício social. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹⁵⁹**AGE – Assembléia Geral Extraordinária:** Reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, a fim de deliberar sobre qualquer matéria de interesse social. Sua convocação não é obrigatória, depende das necessidades da empresa. Os estatutos da companhia definem quem pode convocá-la. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹⁶⁰*Op. cit.* p. 197.

- I – tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;
- II – deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos;
- III – eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso;
- IV – aprovar a correção da expressão monetária do capital social (artigo 167).¹⁶¹

Quanto à convocação para a assembléia geral, José Edwaldo faz importantes observações apontando quem tem competência para convocar e também o modo como ela deve ser feita. Sobre essas duas ordens de consideração, é necessário salientar que, como regra geral, compete convocar ao conselho de administração da companhia ou à própria diretoria convocar a assembleia geral, já que os dois únicos órgãos que devem obrigatoriamente existir são a assembleia geral e a diretoria, podendo, facultativamente, ser criados o conselho de administração e o conselho fiscal. Essa é a regra geral, que obviamente comporta exceções. A convocação pode ser excepcionalmente feita pela própria assembleia, pelo conselho fiscal, por um grupo de acionistas ou por um único acionista, mesmo que não tenha direito a voto. Sendo a convocação para a assembleia um ato considerado formal e indispensável para que suas deliberações sejam consideradas válidas, o modo mais comum de se convocar os acionistas é através de publicação em anúncio de grande repercussão. Entretanto, mesmo sem a convocação com os requisitos devidos, se todos os acionistas, sem exceção, comparecerem à assembleia na data de sua realização, tudo que ali for deliberado e votado terá validade. Se faltar algum sócio, os atos ali praticados perdem a validade.¹⁶²

Fábio Ulhoa trata de algumas especificidades do *quorum* de instalação da assembleia e das deliberações feitas por seus acionistas:

O *quorum* é uma das condições para a existência e validade dos atos praticados em assembleia geral.
 Para a existência válida da assembleia geral, é necessária a presença de um número mínimo de acionistas com direito de voto (*quorum* de instalação); para a existência válida da deliberação, a propositura deve contar com o apoio de um número mínimo de votos (*quorum* de deliberação).
 (...)

 Determinadas matérias, por sua importância, somente podem ser aprovadas pela manifestação favorável de acionistas que representem pelos menos metade do capital votante (*quorum* qualificado).¹⁶³

Ainda em relação aos *quoruns* de instalação e deliberação – o primeiro como requisito para instalação da assembleia, sendo que sem sua obediência esta não poderá se

¹⁶¹BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 21h30min.

¹⁶²*Op. cit.* p. 372 e 373.

¹⁶³*Op. cit.* p. 195 e 196.

realizar, e o segundo como condição fundamental para validar as resoluções tomadas na assembleia – importante se faz observar as lições de Ricardo Negrão, que detalha mais o tema, fazendo com que o leitor perceba a importância de se respeitar esse *quorum* mínimo para também proteger os poucos direitos cabíveis às minorias nas assembleias:

Para a instalação das assembleias, a Lei n. 6.404/76 previu a exigência de três números distintos de sócios e debenturistas (um quarto, metade e dois terços), em quatro situações que não se confundem: a) o *quorum* ordinário do art. 125, que estabelece a necessidade de presença de acionistas que representem, no mínimo, um quarto do capital social com direito de voto; b) o *quorum* especial de constituição, previsto no art. 87, que exige a presença de metade do capital social; c) o *quorum* especial da assembleia de debenturistas, que reclama a presença de credores que representem metade, no mínimo, das debêntures em circulação; d) o *quorum* especial qualificado (art. 135), que impõe, em primeira convocação, a presença de acionistas que representem dois terços, no mínimo, do capital com direito a voto para a reforma do estatuto social. Em segunda convocação, a instalação dar-se-á, qualquer número de presentes.

Para as deliberações, a Lei das Sociedades por Ações apresenta cinco ordens de *quorum*: a) o ordinário, previsto no art. 129: maioria absoluta de votos dos presentes, não se computando os votos em branco; b) o qualificado, encontrado no art. 136, que exige a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto; c) o especial qualificado (art. 71, § 5º), que exige a aprovação mínima por parte dos titulares das debêntures em circulação quando a matéria da assembleia especial pretender a aprovação da modificação nas condições das debêntures; d) estatutário, superior ao previsto na lei, nas sociedades fechadas; e) a unanimidade quando a matéria se referir, na assembleia constituinte, a alteração do projeto de estatuto (art. 87, § 2º) e na hipótese de transformação da sociedade (art. 221).¹⁶⁴

Ricardo Negrão faz questão de mencionar todos os tipos de *quoruns* previstos na LSA, pois essas informações são de suma importância. A falta do número mínimo de votantes pode anular todas as deliberações feitas na assembleia ou, no caso do *quorum* de instalação, até impedir que ela ocorra. E em situações concretas, tentar burlar esse número mínimo, principalmente em uma segunda convocação na qual ele se torna menor, é uma das muitas práticas que são fiscalizadas pela CVM, quando há tentativa de burlar a lei e prejudicar os acionistas minoritários.

Todas essas regras são muito importantes e devem ser seguidas à risca. A constatação de que os dispositivos legais devem existir é que, mesmo com todos eles, mesmo com a fiscalização da CVM e ainda com o rigor cada vez maior da lei nas últimas décadas, os acionistas e investidores minoritários, partes mais frágeis na relação comercial, continuam sendo prejudicados em algumas transações. Não se deve pautar como regra a impunidade, o erro, as fraudes, as simulações, as más administrações; obviamente, essas devem sempre ser as exceções. Entretanto, os dispositivos legais, o rigor punitivo e a fiscalização de órgãos

¹⁶⁴ *Op. cit.* p. 488 e 489.

internos e externos às S/A não foram ainda suficientes para dizimar os prejuízos que os sócios minoritários sofrem em grandes transações comerciais, em investimentos ou mesmo na repartição de lucros ou dividendos.

Mas, se há necessidade de um *quorum* mínimo para as votações nas assembleias, resta a dúvida: o acionista pode ou não se fazer representar? Pensando na legitimação da assembleia e no prejuízo que poderia ocorrer se os acionistas eventualmente não pudessem se fazer representar, a LSA criou possibilidades para que os acionistas fossem representados por seus advogados ou até por outras pessoas comuns (parentes, cônjuges, etc.), desde que munidos de procuração. Mas o *plus* da legislação, que, atenta às inovações tecnológicas, não perdeu tempo, foi o parágrafo único acrescido ao art. 127 da LSA, que já tratava das assinaturas obrigatórias dos sócios no livro de presença, na abertura da assembleia. O parágrafo único foi introduzido agora em 2011, pela Lei 12.431 e dispõe: “*Considera-se presente em assembleia geral, para todos os efeitos desta Lei, o acionista que registrar à distância sua presença, na forma prevista em regulamento da Comissão de Valores Mobiliários*”.¹⁶⁵ Aqui o legislador se adiantou e colocou a tecnologia à disposição da lei. Numa reunião de uma grande companhia multinacional, por exemplo, em uma assembleia geral, acionistas de todo o mundo podem não conseguir estar presentes no mesmo local para participar das deliberações. Entretanto, todos eles podem, atualmente, através do sistema de videoconferência, estar presentes, ouvir, discutir, anuir, deliberar e votar sem sair de seus países, sem sempre ter que se deslocar.

Os procedimentos que devem ocorrer normalmente na assembleia geral podem ser televisionados e seguidos a distância por acionistas que não estão fisicamente presentes, mas só de forma virtual (essa inclusive é uma facilidade criada pela lei não só para os acionistas minoritários, mas para qualquer sócio que necessitar se valer dela). Os procedimentos de direção da reunião de assembleia geral são os que a lei disciplina, ou seja, a direção dos trabalhos cabe à mesa diretora, que já foi anteriormente composta no próprio estatuto social da companhia ou que foi eleita pelos acionistas. Os integrantes da mesa dirigente serão os mediadores das discussões e debates, ficando também responsáveis por dirigir as votações sobre os pontos colocados em pauta, sendo sua função garantir aos acionistas presentes o direito a voz e voto. Ao final a ata da assembleia, que especificou detalhadamente todas as intervenções, deliberações e demais atos havidos durante todo o período, deve ser assinada e anexada ao livro de registro da assembleia. Essas atas das assembleias devem ser devidamente

¹⁶⁵BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 20 de agosto de 2011, às 21h30min.

registradas, guardadas e disponibilizadas à CVM, caso este órgão solicite essa documentação por algum motivo.

2.4.2 Órgãos administrativos

Após analisar a assembleia geral e constatar que seu poder é deliberativo, conclui-se sobre a necessidade da existência de órgãos administrativos efetivos, ou seja, órgãos que coloquem em prática aquilo que ficou decidido, que foi deliberado em assembleia. José Edwaldo trata dos dois órgãos administrativos previstos na lei societária; o autor assim os descreve:

Os órgãos administrativos são os que dão vida à sociedade, fazendo-a funcionar. São esses órgãos: o conselho de administração e a diretoria.

O conselho de administração tem funções deliberativas e de ordenação interna, enquanto a diretoria exerce atribuições efetivamente executivas, as quais, aliás, são de sua competência exclusiva e indelegável.

A diretoria constitui-se órgão indispensável, não podendo a sociedade anônima dela prescindir. O conselho de administração é, no entanto, optativo, cabendo ao estatuto adotá-lo ou não, salvo com relação às companhias abertas e às de capital autorizado, nas quais a lei o tornou obrigatório (art. 138, § 2º).¹⁶⁶

Sendo o conselho administrativo um órgão facultativo, assim como o conselho fiscal, muitas são as sociedades anônimas que possuem como únicos órgãos apenas os obrigatórios, ou seja, a assembleia geral e a diretoria. Entretanto, nas grandes companhias, a existência do conselho administrativo é quase sempre certa, sendo, portanto, importante tratar da sua função.

2.4.2.1 Conselho de administração

O conselho de administração é um órgão de constituição facultativa. Seus conselheiros são eleitos pela assembleia geral. E ele, por sua vez, tem como competência eleger os diretores, representantes da diretoria. Por isso muitos autores afirmam que o conselho administrativo é um órgão intermediário entre a assembleia geral e a própria diretoria. Os conselheiros podem ser eleitos diretamente pela assembleia geral, na falta do conselho de administração. Entretanto, se este for criado, cabe ao conselho eleger e destituir, quando quiser, os dirigentes da companhia. Esses conselheiros fiscalizam e auxiliam os diretores na administração da sociedade. Reúnem-se periodicamente e podem ter variadas

¹⁶⁶*Op. cit.* p. 399 e 400.

funções, se houver previsibilidade no estatuto social da empresa, inclusive a de deliberar sobre a emissão de ações e bônus de subscrição.

O conselho de administração não é um órgão executivo. Nesse aspecto funcional, ele se parece mais com a assembleia geral, por se tratar de um conselho deliberativo, que toma as decisões relativas à administração, mas não as executa. José Edwaldo afirma que o conselho administrativo fica em meados da assembleia geral e da diretoria, ora assumindo algumas funções típicas da assembleia, ora se aproximando mais das funções diretivas. Nesse viés o autor preleciona:

Verifica-se, dessa forma, que o conselho assume atribuições que normalmente seriam da assembleia (orientação geral dos negócios, eleição de diretores, emissão de valores mobiliários), incumbindo-se, porém, por outro lado, de encargos típicos de diretoria (convocação de assembleia-geral, escolha e destituição de auditores independente e, se o estatuto o exigir, aprovação de atos e contratos). A escolha e a destituição do auditor independente estarão sujeitas a veto por parte dos conselheiros eleitos em votação em separado (art. 141, § 4º, resultante da Lei nº 10.303/01). Esse veto (art. 142, § 2º) deverá estar fundamentado (...).

Não havendo conselho, cumprirá ao estatuto disciplinar a matéria, mas na omissão, esses poderes, por serem de natureza extraordinária, e como tal destacados na lei, refluirão para a assembleia-geral, que é o órgão maior da sociedade.

O estatuto deverá regular o conselho, fixando o número de seus membros, o prazo do mandato, o processo de escolha e substituição do presidente do órgão e todas as demais normas aplicáveis.

(...)

O prazo do mandato não poderá ser superior a três anos, mas os conselheiros poderão ser reeleitos para mandatos consecutivos; a assembleia geral poderá destituir conselheiros, a qualquer tempo, independentemente do prazo do mandato e da existência de motivo justo.¹⁶⁷

Como se observa pelas atribuições legais dadas ao conselho, ele pode ser considerado um órgão de extrema importância para os moldes da nova governança corporativa. Surgiu pela primeira vez na Lei n. 4.595/64, que previa em seu art. 34 a presença de um conselho de administração nas instituições financeiras. Só em 1976, com a LSA, é que esse órgão foi efetivamente regulamentado, já que anteriormente havia apenas previsão de sua criação, mas não seu disciplinamento, tampouco sua estrutura de funcionamento. Com a Lei 6.404/76 o conselho de administração passou a ser uma faculdade para as sociedades anônimas em geral e um órgão obrigatório para as sociedades de economia mista, as companhias de capital aberto e as companhias que adotam o regime de capital autorizado.

Com a criação do conselho de administração, a assembleia geral, antes órgão de total domínio na companhia, dividiu um pouco suas funções, e essa repartição de competências é cada vez mais aceita nesse novo modelo de governança corporativa, no qual as sociedades

¹⁶⁷ *Idem.* p. 401 e 402.

anônimas brasileiras estão aos poucos se inserindo. Ecio Perin Junior argumenta sobre o surgimento e a regulamentação do conselho de administração o seguinte:

Seu surgimento veio romper com o antigo modelo da sociedade por ações de tomar quase todas as decisões nas assembleias gerais. As intensas transformações econômicas pelas quais passou o mundo moderno exigiram maior agilidade e mobilidade na tomada de certas decisões, as quais não podiam esperar que toda uma assembleia geral de acionistas se fizesse para sobre elas deliberar.

Sendo assim, determinadas funções passaram a ser exercidas por um conselho de administração, eleito pela assembleia geral e que agiria em benefício da companhia como um todo.

Passou, assim, a ser expressamente reconhecida a bipartição de funções da administração societária: as funções deliberativas, exercidas pelo conselho de administração, e as funções executivas, exercidas pelos diretores, nas quais os primeiros elegem e destituem os últimos. A inspiração desse modelo deriva basicamente das legislações alemã e francesa, as quais consagram a estrutura dual da administração.¹⁶⁸

A criação e o devido disciplinamento do conselho de administração foram importantes para desburocratizar e descentralizar as relações, as divisões de tarefas e as atividades internas das sociedades anônimas. A criação do conselho administrativo, como órgão subordinado à assembleia geral, passou a tomar as decisões que surgiam no período entre uma e outra assembleia geral. Os conselheiros de administração deliberavam sempre pensando no que fosse melhor para a sociedade como um todo e instruíam a diretoria para que executasse aquilo que fora decidido.

Com essa subdivisão de poder, até a possibilidade de democratizar mais a administração da companhia a favor dos acionistas tornou-se possível, pois membros do conselho de administração eram eleitos na assembleia geral e a reivindicação das minorias poderia ser a de ter um minoritário como seu representante dentro do conselho de administração, já que, como se prevê no art. 146 da LSA, uma das principais características do conselho de administração é que seus membros necessariamente devem ser acionistas da companhia, o que não obrigatoriamente ocorre com os membros da diretoria, que podem ser administradores de empresa, por exemplo, contratados com salário, para exercer um cargo, assim como os advogados na área jurídica da empresa, assim como os contadores, etc. Esse artigo de lei é um instrumento disciplinador muito favorável ao modelo de governança corporativa, pois conjuga os interesses dos acionistas e dos conselheiros e democratiza mais a administração da companhia.

Sobre outro aspecto importante do conselho de administração, contido especificamente no art. 143 da LSA, Ecio Perin Junior leciona:

¹⁶⁸*Op. cit.* p. 73 e 74.

Outro ponto importante é o disposto no § 1º do art. 143 da Lei n. 6.404/76, que permite que apenas um terço dos membros do conselho de administração sejam eleitos diretores.

Reunir os cargos de conselheiro e de diretor de uma mesma companhia em uma mesma pessoa sem dúvida alguma pode gerar conflitos de interesses na própria companhia, sendo extremamente prejudicial à sua governança corporativa e possibilitando a desconfiança por parte dos acionistas

Isso ocorre com mais intensidade quando o presidente do conselho de administração é ao mesmo tempo o diretor-presidente da sociedade.¹⁶⁹

Esse conflito de interesses de que trata o autor seria muito prejudicial à companhia, pois o acionista que detivesse cargo de conselheiro e ao mesmo tempo fosse um dos diretores da companhia poderia deliberar dentro do conselho aquilo que fosse benéfico apenas para ele e para o grupo que representa, e se essa deliberação passasse em votação, ele teria total condição de colocá-la em prática dentro da diretoria; daí a limitação que a lei criou para vetar possíveis abusos de poder, fraudes, acordos ilícitos, conflitos de interesses, etc. O objetivo da criação do conselho administrativo, repartindo as competências da assembleia geral e da diretoria, foi exatamente o de democratizar ainda mais a administração da companhia. Portanto, não faz mesmo sentido o acúmulo de funções dentro do conselho de administração (órgão deliberativo) e dentro da diretoria (órgão que executa as deliberações). Esse tipo de manobra seria mais um meio de prejudicar o minoritário já tão exposto dentro da companhia aos reveses de sua administração majoritária.

O conselho de administração tem o objetivo de descentralizar o poder e não de ser usado para manobras políticas dentro da sociedade. Na verdade esse conselho, quando é bem utilizado dentro da companhia, acaba funcionando como um órgão protetor dos investimentos dos acionistas em relação aos desmandos administrativos dos diretores da empresa. Mas se conselho e diretoria acabarem tendo os mesmos integrantes, um órgão respaldará ainda mais o outro na administração fraudulenta ou ineficiente. E esse não é o objetivo da criação do conselho de administração, que deve figurar como um órgão que faz oposição e fiscalização a qualquer má administração ou atividade irregular proveniente da diretoria.

A importância desse conselho para a administração democrática da empresa fica mais explícita após a análise que José Edwaldo faz sobre o sistema de eleição e o processo de voto múltiplo contido no art. 141 da LSA, *ipso verbis*:

Pelo processo ordinário, o controlador tem o poder de eleger todos os conselheiros. Como a eleição se faz por chapa, votando-se em bloco para todos os cargos, o grupo que tiver a preferência da maioria da assembleia torna-se vitorioso, daí decorrendo o

¹⁶⁹*Ibidem.*

preenchimento de todos os cargos do conselho pelos integrantes de uma mesma facção.

Autoriza, entretanto, o art. 141 que acionistas representando, no mínimo, um décimo do capital votante exijam da sociedade, ainda que o estatuto não preveja, a adoção do processo do voto múltiplo.

(...)

O voto múltiplo é uma espécie de voto repartido, uma vez que cada ação, por esse processo, passa a dispor de tantos votos quantos sejam os cargos a preencher, correspondendo, porém, cada voto a um só cargo e não a uma chapa (todos os cargos), como no processo normal. Faculta-se, então, ao acionista a prerrogativa de concentrar todos os seus votos em um só candidato ou de dispersá-los entre vários.¹⁷⁰

Esse sistema do voto múltiplo democratiza a administração, dando possibilidades de que os minoritários elejam alguns de seus representantes para participar do conselho e, por conseguinte, da própria administração dos interesses da companhia. Esse sistema de votação tem o condão de quebrar o sistema de monopólio, o sistema monolítico dos acionistas majoritários, permitindo, assim, que a minoria se integre ao conselho de administração.

2.4.2.2 Diretoria

Enquanto a assembleia geral é o órgão deliberativo mais poderoso da sociedade – cuja concentração de poder é quebrada um pouco pelo conselho administrativo –, a diretoria é a grande responsável por executar o que esses dois conselhos deliberam, colocando em prática aquilo que resultou das votações e debates e fazendo valer efetivamente a vontade dos sócios. Muito válidos são os apontamentos de Ecio Perin quando trata da importância que vem tomando, nas últimas décadas, a diretoria das grandes companhias, no Brasil e no mundo:

(...) apesar da proclamação legislativa da soberania da assembleia geral, é fato de verificação irrecusável na realidade societária contemporânea, sobretudo no âmbito das grandes sociedades abertas, o poder cada vez maior dos administradores, que concentram em suas mãos, de fato, a condução dos negócios sociais e a efetiva gestão da empresa.

Esse fenômeno ocorre muitas vezes pelo próprio desinteresse e absenteísmo dos acionistas em relação à vida social da companhia, mais preocupados que estão com o valor de mercado das suas ações.¹⁷¹

Na verdade, a grande maioria dos acionistas de grandes companhias abertas nem sequer sabe como a administração da empresa ocorre. As assembleias gerais ordinárias são anuais, eles às vezes até participam e muitas coisas são deliberadas, mas a administração societária se dá mesmo é no dia a dia. Ou seja, naquilo que não foi deliberado ou previsto em

¹⁷⁰ *Op. cit.* p. 403 e 404.

¹⁷¹ *Op. cit.* p. 71.

assembleia geral e quanto a questões concretas sobre as quais é o conselho de administração ou a própria diretoria que devem se posicionar: pagamento de contas, escolha de bancos, análise de taxas de juros, articulações para compra de produtos mais baratos e outras tantas decisões que têm que ser tomadas e que dependem muito mais do bom senso dos administradores da companhia do que daquilo que fora outrora deliberado em assembleia geral.

Assim, o que se conclui é que a diretoria tem autonomia para dar muitos passos que não prejudiquem a companhia e não interfiram em seu crescimento e rendimento, sem necessariamente passar o tema por uma assembleia geral. Os temas mais importantes, mais significativos e de grande repercussão para a companhia, obviamente vão ser tratados, todos os anos nas assembleias gerais ordinárias. Caso haja uma excepcionalidade é para isso que servem as assembleias gerais extraordinárias. Mas na maioria dos casos a diretoria tem – e não poderia ser diferente – um certo grau de liberdade para tomar decisões sobre aquilo que for o melhor para a administração da companhia, não fugindo, é claro de suas atribuições legais.

Daí se conclui que quanto maior é a companhia aberta, quanto mais sócios disseminados pelo mundo ela tem, mais poder e controle tem a diretoria. E muitas das atividades realizadas por essa diretoria nem chegam ao conhecimento dos acionistas, que, quando participam de alguma assembleia geral, ficam sabendo apenas dos resultados, pois não participaram em nada dos bastidores das negociações que aumentaram o capital, como, por exemplo, a escolha de um banco ou outro para servir de instituição financeira intermediária em negociações importantes (*underwriter*) e nem outras pequenas coisas que nem chegam a ser levadas à assembleia, haja vista que os dirigentes de uma grande companhia gozam de muita autonomia para fazer e desfazer, dentro dos limites dos poderes a eles conferidos.

Perin trata ainda de mais alguns detalhes da democratização das atividades da diretoria nos últimos anos e explana:

A diretoria da sociedade por ações é o principal órgão social naquelas sociedades em que o controle interno se dá sob a modalidade de controle gerencial. Tal fato ocorre, como já mencionado, em mercados com vasta dispersão acionária, principalmente nos Estados Unidos e Inglaterra. Sob essas circunstâncias é que se faz mais importante adotar princípios de boa governança corporativa. São os diretores as pessoas físicas competentes para representar a sociedade, assumir obrigações e agir em seu nome. Os diretores são eleitos pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, quando existe.

Sustentam alguns autores que a diretoria não é um órgão social, pois não é um corpo de deliberação colegiada, a não ser que nos estatutos estejam previstas ações conjuntas entre os diretores.

Dada a distinção entre propriedade e gestão na sociedade por ações, os diretores não precisam e não devem ser acionistas da companhia.¹⁷²

Essa última consideração de Perin deve ser bem explicada. A diretoria é o único órgão administrativo da companhia que não precisa ter em seu quadro um único acionista compondo-a. Obviamente, a lei dá a faculdade de que ou a assembleia geral ou o conselho de administração escolham entre os sócios os diretores da companhia. Entretanto, contratar pessoas especializadas, formadas em administração empresarial, em economia, em direito, é plenamente possível e até muito recomendável. Essas pessoas não são uma parcela dos donos da companhia, como os sócios, mas sim empregados desta, contratados, remunerados, com direitos e deveres plenamente estabelecidos, cujo interesse pessoal particular no crescimento da companhia não existe.

O que se conclui é que o interesse é puramente profissional, de exercer com perfeição o seu ofício, de fazer crescer a companhia – pois ela pode atribuir ao administrador determinado prêmio, como partes beneficiárias, por exemplo –, de manter o seu emprego, de adquirir a confiança dos acionistas, etc. Geralmente os administradores que não são acionistas são profissionais da área administrativa, jurídica e econômica e tomam suas decisões baseando-se em números, fatos concretos, análises lógicas e não no jogo de poderes, no digladiar acionário; tomam decisões não de forma caprichosa, para fazer valer a vontade de seu grupo nas disputas entabuladas nas assembleias; enfim, é mais prudente para a companhia contratar e remunerar bem um bom profissional alheio às brigas, discussões e picuinhas políticas, e que seja preciso, criterioso e racional – o que nem sempre pode ocorrer se a diretoria for composta somente por acionistas.

Ecio Perin ainda leciona sobre o tema e fala da importância de não se colocar na direção da companhia um sócio representante da maioria do capital social da empresa:

O revogado Decreto-lei n. 2.627/40, no seu art. 120, proibia os diretores de “intervir em qualquer operação social em que tenha interesse oposto ao da companhia”.

(...) esse preceito visava coibir diretores que também eram titulares da maioria das ações de contratarem com a própria sociedade, uma vez que teriam a aprovação da assembleia geral, evitando assim o contrato consigo mesmos e sacrificando os interesses da companhia.

Para uma boa governança corporativa é mister que não sejam os diretos acionistas majoritários da companhia (podendo ser salutar se forem acionistas minoritários),

¹⁷²*Ibidem.*

dessa forma evitando conflitos de interesses que possam surgir da concomitância de papéis.¹⁷³

O autor, sempre se pautando nas regras e princípios da boa governança corporativa, chega a afirmar que, se os diretores tiverem que ser escolhidos dentro do corpo de acionistas da companhia, muito melhor seria para a empresa colocar no comando acionistas minoritários que majoritários, pois estes últimos poderiam criar conflitos entre os interesses da companhia e seus interesses pessoais, ou mesmo teriam condição de privilegiar apenas a lucratividade do seu grupo de acionistas, esmagando ainda mais o pouco direito de atividade social dos minoritários. Entretanto, ideal mesmo, sob a ótica do autor e de boa parte da doutrina da atualidade, é a adoção do quadro de diretores completamente imparciais.

O conselho de administração, diferentemente da diretoria, tem que ser composto de acionistas. Se a diretoria de uma grande companhia cujas ações estejam muito pulverizadas entre milhares de acionistas é uma diretoria gerencial, ou seja, de administradores contratados, remunerados e não-sócios, ali, ao lado de todas as decisões administrativas que estão sendo executadas por esses diretores, estão os conselheiros que são acionistas e que têm todo interesse em fiscalizar o trabalho da diretoria para que ela zele sempre pelo bem da companhia

José Edwaldo trata ainda da importância da diretoria e sedimenta a ideia de que seu papel cresce a cada dia, proporcionalmente ao tamanho da empresa a ser dirigida:

Os diretores vivem o dia a dia da empresa, pois lhes compete a direção da sociedade, em todos os planos: desenvolvimento dos negócios, comando dos empregados, conquista de mercados, adoção de novas técnicas, programação financeira, concessão de crédito.

O sucesso de uma sociedade depende, fundamentalmente, da competência e dinamismo dos diretores, posto que são estes os verdadeiros senhores do comando empresarial direto.

Cada diretor tem, em princípio, amplos poderes para dirigir a sociedade, podendo praticar todos os atos que sejam compatíveis com o objeto social e guardem adequabilidade ao interesse da empresa, ressalvadas apenas a alienação de bens do ativo permanente, a constituição de ônus reais, e a prestação de garantia a obrigações de terceiros, atos estes que, salvo autorização estatutária, somente poderão ser praticados após manifestação favorável da assembleia-geral ou do conselho de administração.

O estatuto ou o conselho de administração poderão disciplina os poderes dos diretores, estabelecendo as atribuições de cada um, com a especificação inclusive de áreas de atuação determinadas, sendo frequente a própria outorga de denominação aos cargos: diretor-presidente, diretor-financeiro, diretor-comercial, diretor-técnico, etc.¹⁷⁴

¹⁷³ *Idem.* p. 72.

¹⁷⁴ *Op. cit.* p. 415.

Juntamente com esses amplos poderes vêm as grandes responsabilidades. Primeiramente, sendo ou não acionista, vem a responsabilidade da direção em privilegiar em todos os casos o bem e os interesses da companhia. A amplitude do que é pensar no bem da companhia foi um pouco exemplificada pela própria LSA, quando trata dos deveres e das obrigações dos diretores nas S/A. A lei fala do dever de diligência, do dever de lealdade (inclusive em relação a guardar o sigilo profissional e as informações privilegiadas que o cargo confia) e inclusive daquilo que o administrador não pode fazer, para não gerar conflitos de interesse entre suas atividades e vontades pessoais e as da companhia.

A própria lei divide a responsabilidade dos administradores em três tipos distintos: 1) responsabilidade administrativa; 2) responsabilidade civil; 3) responsabilidade penal. Lembrando que o administrador está ali na qualidade de representante de uma empresa, podendo esta, em razão de um mau passo seu, responder também. Exemplos são os casos de crimes ambientais em que os administradores cometem o crime ambiental para beneficiar a empresa. Ambos responderão. Em todos os três tipos de responsabilidade administrativa, a pessoa jurídica da sociedade ou seus acionistas separadamente, enquanto pessoas físicas, poderão responsabilizar o administrador através de uma ação de regresso, caso a empresa tenha que pagar alguma multa ou alguma sanção em razão da má administração da diretoria.

Para se submeter a tantas responsabilidades e deveres é que os diretores são remunerados, principalmente quando o quadro de diretores não é composto de acionistas. José Edwaldo salienta ainda que caberá à assembleia geral fixar o valor dessa remuneração, baseando-se em vários requisitos, como: a responsabilidade e o tempo exigidos pelo cargo que o diretor ocupa, sua competência e reputação profissional, a cotação de seus serviços no mercado, e outros quesitos que a própria assembleia pode eleger. A remuneração pode se dar individualmente, por pessoa, devido a atributos profissionais, ou de forma colegiada, à diretoria, sendo esta responsável por distribuir o valor de remuneração a cada um dos diretores.¹⁷⁵

Muito há que se falar sobre a direção e a administração das sociedades anônimas. Mas o principal a salientar é que, dentro das práticas de boa governança corporativa, cujo modelo é o adotado atualmente pela CVM, a diretoria deve se comprometer em grau máximo com os interesses não só da companhia, mas da comunidade, de seus empregados, dos acionistas minoritários, dos investidores, enfim, com os interesses no cumprimento da função social da empresa, planejando uma administração voltada também à população.

¹⁷⁵ *Idem.* p. 415 e 416.

2.4.3 Conselho fiscal

O quarto órgão componente da sociedade anônima cuja previsibilidade encontra-se insculpida em lei é o conselho fiscal. Sobre sua conceituação, características e funções, Fábio Ulhoa empresta suas prestimosas lições:

O conselho fiscal é órgão de assessoramento da assembleia geral, na votação de matérias atinentes à regularidade dos atos de administração da companhia. É, por outras palavras, o principal instrumento, conferido pela lei aos acionistas, de fiscalização da gestão da empresa. No desempenho de suas atribuições, o conselho requisita informações, examina documentos e opina sobre a legalidade e adequabilidade contábil dos atos da administração, tendo ao seu alcance todos os meios indispensáveis ao exercício de sua competência. Trata-se de órgão de existência obrigatória, mas de funcionamento facultativo. A aparente contradição dessa assertiva esvai-se com facilidade: a existência é obrigatória, no sentido de que não está condicionada a previsão estatutária; contudo, ele pode ou não estar em funcionamento, dependendo da vontade dos acionistas. Assim, ao contrário do que ocorre relativamente ao conselho de administração, o conselho fiscal existe, mesmo que omissa o estatuto. Se os acionistas, porém, reputam desnecessário o funcionamento do órgão, como instrumento auxiliar na fiscalização dos administradores, eles simplesmente não elegem os conselheiros. Nesse caso, o conselho está desativado, embora exista e possa ser ativado a qualquer momento. Só em duas hipóteses o conselho fiscal tem funcionamento permanente: nas sociedades de economia mista (LSA, art. 240), ou se prevista a permanência no estatuto (art. 161).¹⁷⁶

O conselho fiscal, como se pode observar nas lições de Fábio Ulhoa, é o órgão que mais cria possibilidades de se fiscalizar qualquer ato administrativo feito de forma inadequada ou ímproba por parte da administração. Com a abertura dessa possibilidade de fiscalização pelos sócios, o panorama dentro da empresa, se for da vontade dos acionistas, pode ser de total harmonia, já que as deliberações da assembleia geral e do conselho de administração serão executadas pela diretoria e esses três órgãos podem até representar os acionistas majoritários e sua vontade. Na maioria das vezes, os minoritários, através do voto múltiplo ou do acordo de acionistas, por exemplo, podem chegar a integrar o conselho de administração e exigir integrar o conselho fiscal para pelo menos acompanhar de perto os atos administrativos no dia a dia da empresa.

¹⁷⁶*Op. cit.* p. 228.

Porém, se essa parcela acionária de minoria ficar inerte, visando somente ao lucro, despreocupada com os rumos que toma a administração da companhia, não comparecendo às assembleias, não participando de alguma forma dos conselhos ou da diretoria, não reivindicando os poucos direitos que lhe assistem, realmente o que tende a ocorrer é que a parte acionária majoritária goze de amplos poderes e administre a companhia a seu bel-prazer, ou seja, favorecendo seus interesses próprios e nem sempre os interesses corporativos, os interesses da sociedade em geral.

Mas, se os acionistas minoritários se unirem em acordo de acionistas, tanto para votar em conjunto nas assembleias gerais (ordinárias e extraordinárias), quanto para exercer o voto múltiplo no conselho de administração ou na diretoria e ainda compuserem parte do conselho fiscal, é totalmente possível que os minoritários façam parte, efetivamente, da administração da companhia e ajudem a ditar os rumos desta. Com as brechas que a lei dá, mesmo tendo menor poder dentro da sociedade, mesmo tendo menos condição de agir e de fazer parte da administração ou pelo menos da fiscalização da administração da companhia, os acionistas minoritários têm condição de atuar concretamente e buscar a prevalência de seus direitos, não só opinando e votando nas assembleias, mas integrando de alguma forma um ou outro órgão de gerência da companhia (conselho de administração, conselho fiscal ou diretoria).

Os limites do conselho fiscal são definidos. Esse conselho não é um órgão que delibera as atividades que devem ser executadas pela diretoria, tampouco pode dirigir a companhia naquilo em que ela estiver errando. O seu papel é o de observar, de ser mero fiscal, e não de substituto dos órgãos administrativos, quando estes vierem a falhar. Não lhe cabe, portanto, fazer o chamado juízo de valor, tampouco intervir ou mensurar a devida conveniência e oportunidade de um ou outro ato da administração. Cabe a ele perceber e apontar as irregularidades, as discrepâncias, aquilo que exceda ao que foi deliberado, as predileções que os administradores possam estar fazendo em relação a uns acionistas em detrimento de outros. Ou seja, o conselho fiscal é o *custus legis* da companhia.

Ele pode ter dois tipos de papel fiscalizatório diferentes. O primeiro apontando atos regulares, que estão de conformidade com aquilo que foi estabelecido e deliberado pela assembleia e pelo conselho de administração, mas que flagrantemente estão causando prejuízo econômico à companhia. Nesse caso, o conselho de fiscalização poderá opinar no sentido de rejeitar as contas daquele ato administrativo, mesmo tratando-se de um ato lícito, mas que trouxe conseqüente prejuízo econômico para a companhia. Por outro lado, o conselho também pode atuar e apontar atos incoerentes e estranhos às deliberações da assembleia, mas que não

trouxeram efetivo prejuízo econômico à sociedade. Nesse segundo caso, o problema está no ato contrário às deliberações em si e não no prejuízo efetivo.

Outro ponto importante a ser ressaltado é que a atuação do conselho fiscal é somente interna, fiscalizando e apontando problemas dentro da administração da companhia. Ou seja, os destinatários de seus apontamentos serão sempre outros órgãos internos da companhia, como, por exemplo, apontar um ato de improbidade de um diretor para que a assembleia geral tome conhecimento e o puna. Nesse sentido, sábias são as lições de Fábio Ulhoa, que afirma ser melhor a ponderação que a precipitação:

De outro lado, o conselho tem atuação interna, exclusivamente interna. Os destinatários de seus atos são, sempre, outros órgãos sociais. Nem o conselho nem o conselheiro podem tomar a iniciativa de divulgar sua opinião sobre a irregularidade de qualquer ato. Se descobrem erros, fraudes ou crimes, perpetrados por qualquer administrador ou empregado da companhia, devem comunicá-lo aos órgãos de administração, e, quando omissos estes nas providências para a defesa do interesse social, à assembleia geral (LSA, art. 163, IV).¹⁷⁷

O conselho fiscal se compõe de no mínimo três e no máximo cinco membros. Esses membros têm que ser eleitos, brasileiros e devem ter formação superior ou grande conhecimento empresarial, não podendo ser eleitos para esse conselho quem participar já da diretoria ou do conselho de administração, e ainda não podem ser eleitos aqueles que, embora não participem de nenhum órgão da companhia, façam parte dela, do mesmo grupo de interesses que os que estão ocupando cargos dentro dos órgãos administrativos.

Outra importante informação sobre o conselho fiscal que só demonstra como a lei objetiva cada vez mais a tutela das minorias acionárias de grandes companhias é que esse conselho fiscal, se não estiver em funcionamento, pode ser colocado em atividade em qualquer assembleia geral (ordinária ou extraordinária), mesmo que o tema não esteja na pauta do dia e seja lançado no momento dos debates. Nas companhias abertas, com o pedido de 2 a 8% dos acionistas votantes ou 1 a 4% dos acionistas não-votantes, é possível instalar permanentemente o conselho fiscal de uma companhia até então inativo, por exemplo.

Ulhoa, por fim, trata das eleições dos conselheiros e do sistema diferenciado criado para favorecer as minorias na participação do conselho:

O processo de composição do conselho fiscal compreende a realização de três eleições, em separado: a) a dos representantes (titular e suplente) dos preferencialistas sem direito a voto, ou com voto restrito; b) a dos representantes (titular e suplente) dos minoritários com direito a voto, quando possuem menos de

¹⁷⁷ *Idem.* p. 229.

10% (dez por cento) do capital votante; c) a dos representantes (titular e suplente) do acionista controlador, sempre em maioria no conselho fiscal.

(...)

A tripartição do procedimento eleitoral, para a composição do órgão de fiscalização, visa, óbvio, tutelar os interesses da minoria acionária, assegurando-lhe participação no acompanhamento dos atos de gestão da sociedade. Tanto assim que o acionista controlador não pode, exibindo as ações preferenciais que eventualmente possua, pretender participar da eleição em separado do representante da minoria. O objetivo de assegurar a representação minoritária no conselho fiscal, contudo, muitas vezes é frustrado pela atuação da chamada *minoría amigável*, ou seja, acionista ou acionistas que formalmente não integram o bloco de controle, mas que colaboram com este, ao participarem das eleições em separado. Não há mecanismo jurídico que possa eficientemente contornar esse tipo de manipulação dos controladores (cf. Bulgarelli, 1988: 92/102; 1998).¹⁷⁸

Ecio Perin fala sobre quanto o conselho fiscal é importante, principalmente em S/A abertas, quando se trata do tema da governança corporativa implementada na empresa. O autor afirma ainda que, dentro desses princípios que norteiam a boa governança corporativa, no fato de o conselho fiscal poder eleger um representante das minorias acionárias e um representante dos preferencialistas sem voto, encontra-se o reflexo da intenção que a legislação tem de, aos poucos e gradativamente, democratizar ainda mais a administração societária. Afirma ainda que no Brasil são mais utilizadas as auditorias independentes, cuja previsão legal e de obrigatoriedade constam do art. 177, § 3º da LSA. Sobre as auditorias independentes, Ecio Perin ainda assevera:

Basicamente, o trabalho realizado pelos auditores independentes é o de apurar, por meio de levantamentos contábeis, a autenticidade das demonstrações financeiras preparadas pela diretoria, informando se correspondem de fato à realidade financeira da sociedade.

Com efeito, nas companhias abertas a auditoria independente vem ganhando maior importância. A Lei n. 6.385/76, ao criar a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estabeleceu no art. 26 que os auditores independentes de companhias abertas deveriam ser registrados na CVM, para poderem auditar as demonstrações financeiras e balanços patrimoniais daquelas companhias.

(...)

De fato, os auditores independentes funcionam como entidades que dão suporte à CVM na busca de dotar o mercado do maior grau de confiança possível com relação às demonstrações financeiras das companhias que desejam captar recursos do público em geral.

(...)

Entendemos que se procurou com isso fortalecer não só o mercado de capitais, mas todo o meio empresarial do país, fornecendo aos que nele atuam os instrumentos necessários e suficientes para o conhecimento mais adequado da situação patrimonial e financeira, dos resultados das operações e da origem e aplicação dos recursos das sociedades por ações em geral e das companhias abertas em particular, e, indiretamente, levando todo esse processo de evolução às sociedades limitadas, já que a legislação fiscal também a elas estendeu os critérios contábeis da atual Lei das Sociedades por Ações.¹⁷⁹

¹⁷⁸ *Idem.* p. 230.

¹⁷⁹ *Op. cit.* p. 76 e 77.

É muito importante compreender a diferença entre os auditores financeiros independentes (e o papel que eles têm dentro e fora da companhia) e os conselheiros fiscais. Em primeiro lugar a diferença básica: os auditores são profissionais da área econômica que são remunerados para prestar serviços para as empresas; já os conselheiros, mesmo sendo remunerados, necessariamente são acionistas da empresa, o que não pode ocorrer com os auditores (estes não podem estar ali representando seu próprio interesse particular, por isso não podem ser acionistas). Em segundo lugar, cumpre salientar que os conselheiros fiscais, sendo acionistas, têm muito mais um papel político definido que um papel técnico de apurar contas, de fazer balanços, de atestar demonstrações financeiras, como é o caso dos auditores.

Os conselheiros “demarcam seu território” – antes de mais nada. Se são do grupo dos preferencialistas sem voto, privilegiam e tendem a combater uma administração que não seja voltada a esse tipo acionário. Se fazem parte dos minoritários votantes, tentam adquirir mais poderes, mais direitos, mais cargos e mais adeptos às suas causas. Se fazem parte do poder controlador, tentam combater as minorias, fazendo com que a marca de sua administração seja impressa na companhia e que isso traga privilégios não só para a companhia, mas para seus próprios interesses. O auditor independente não possui posição política definida, a princípio; seu trabalho é técnico.

Outra importante diferença que deve ser ressaltada é a do controle interno e externo. O conselho fiscal só tem poder interno, ou seja, todos os problemas notados na administração só podem ser encaminhados para outros órgãos da administração. Nunca um conselheiro, sabendo de um erro, fraude ou crime, pode ir diretamente à CVM ou à Receita Federal e fazer uma denúncia, privilegiando-se de sua posição dentro da empresa. Por outro turno, o auditor independente deve, tem a obrigação de levar ao conhecimento das autoridades competentes aquilo que perceber de ilícito nas contas da companhia, já que para ser auditor a condição *sine qua non* é estar devidamente registrado na CVM. O auditor é chamado independente primeiro por não manter vínculo de emprego com a comissão – quem o remunera é mesmo a companhia que o contrata. Mas também é independente desta, pois, além de não ser acionista, tem uma relação de obrigação e subordinação com a CVM, sempre tendo que prestar contas dos ilícitos encontrados nas empresas que auditar.

CAPÍTULO III

OS PRINCÍPIOS DA GOVERNANÇA CORPORATIVA ADOTADOS PELA CVM E A INTERVENÇÃO ESTATAL COMO FATORES DE PROTEÇÃO AOS ACIONISTAS

“A regra da igualdade não consiste senão em quinhoar desigualmente aos desiguais, na medida em que se desigualam. Nesta desigualdade social, proporcionada à desigualdade natural, é que se acha a verdadeira lei da igualdade... Tratar com desigualdade a iguais, ou a desiguais com igualdade, seria desigualdade flagrante, e não igualdade real”

Rui Barbosa

3.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA: HISTÓRICO E NOÇÕES INTRODUTÓRIAS RELATIVAS AO PODER DE CONTROLE DAS COMPANHIAS

A governança corporativa, como se encontra hoje aplicada e até tipificada em alguns países, com essa estrutura atual, surgiu há poucas décadas. Entretanto, a realidade política dentro das sociedades anônimas que culminou com ideias que posteriormente se transformariam em modelo de uma prática mais democrática e transparente, à qual se deu o nome de governança corporativa, surgiu já com os primeiros conflitos do controle das riquezas dentro das companhias. A grande chave do problema é que nem sempre quem detinha o controle da riqueza e da companhia era o detentor da titularidade acionária, daí o previsível conflito de interesses, já que os que se faziam representar pelos gestores da companhia não se encontravam satisfeitos com as decisões por estes tomadas.

Fábio Konder Comparato, em sua obra *O poder de controle da sociedade anônima*, que desde 1970 identifica as características e técnicas da governança corporativa na administração de várias companhias pelo mundo, decompõe com precisão essa questão, observando o problema e explicando que:

Ora, a propriedade dinâmica, ou controle sobre bens de produção, não tem por objetivo a fruição, mas a produção de outros bens ou serviços, e, por isso mesmo implica, necessariamente, uma relação de poder sobre outros homens, na medida em que a produção sai da fase artesanal para a industrial. A propriedade dinâmica de bens de produção é a que se realiza sob forma de empresa. Perante uma propriedade desse tipo, a problemática fundamental não é a de proteção e tutela contra turbações externas, mas sim a de fiscalização e disciplina do seu exercício, a fim de se evitar o

abuso ou desvio de poder. O 'controle do controle', como dissemos de início, é o desafio permanente que se apresenta nessa matéria.¹⁸⁰

E concludentemente, se a ideia de governança corporativa, tanto no Brasil como no mundo, está atrelada à ideia de controlar, limitar e fiscalizar o poder dos controladores, ou seja, de limitar o poder de controle acionário (qualquer que seja seu tipo), é fato de que a governança corporativa, como tentativa de solucionar todos os problemas decorrentes do abuso, da fraude, da inaptidão administrativos, existe desde que as companhias começaram a surgir e, principalmente, quando começaram, para impulsionar seu crescimento, a captar investimentos da poupança pública através de um capital aberto.

3.1.1 O surgimento da governança no cenário nacional, o conflito de agência e a necessidade da adoção de suas práticas

A governança corporativa surge em um cenário de conflitos de interesses entre acionistas (os proprietários da sociedade) e os seus controladores (que podem ou não ser acionistas e que, o sendo, podem deter a maioria do capital social votante e realizar manobras que só beneficiem a si mesmos, trazendo assim prejuízo aos demais acionistas não controladores).

A doutrina chama esse tipo de problema de conflito de agência, exatamente por nem sempre se encontrarem em consonância os interesses dos titulares da companhia com os dos titulares do poder. Aline de Menezes Santos, em seu artigo publicado na Revista de Direito Mercantil, acerca desse conflito, dispõe:

O principal, titular da propriedade, delega ao agente o poder de decisão sobre essa propriedade.

A partir de então surgem os chamados conflitos de agência, pois os interesses daquele que administra a propriedade nem sempre estão alinhados com os de seu titular. São problemas de assimetria de informações entre agente e principal; preocupações em monitorar o comportamento do agente, garantindo que sua atuação se dará de acordo com os interesses do principal; formas de incentivo de sua atuação, entre outros.¹⁸¹

Portanto, a governança corporativa, que nas últimas décadas tem sido motivo de grandes debates e discussões, cujo tema trata de um método ou um sistema que melhor

¹⁸⁰COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977, p. 96.

¹⁸¹SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLII, n. 130, abril-jun de 2003, p. 186.

estruture e organize o controle das sociedades, é na verdade um conjunto de regras, de atos e de instrumentos, tanto públicos como privados, que podem estar ou não amparados pela lei do país em que passam a vigorar, que visam a comandar, regulamentar e estabelecer práticas comerciais que organizam e controlam os atos praticados por controladores e administradores de uma sociedade, trazendo assim um equilíbrio entre controladores/administradores e acionistas/investidores. E, como bem assevera Aline de Menezes, esse atual modelo de governança corporativa, disseminado pelo mundo todo e que já chegou no Brasil, surgiu no bem-sucedido modelo norte-americano, espalhando-se pelo mundo todo, através das “cartilhas” que contêm as chamadas “práticas da boa governança corporativa”, como é o caso da cartilha da CVM, cujo assunto são as práticas e recomendações da boa governança para as empresas brasileiras – também conhecido como Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa.¹⁸²

A autora ainda faz importante colocação sobre uma confusão sempre gerada quando se trata de implementar o modelo de governança corporativa:

Uma dessas distorções é a que identifica governança com um instrumento de conveniência e defesa de acionistas minoritários, em contraposição aos majoritários. Este também é assunto importante (descontados, mais uma vez, os sensacionalismos), mas é outro assunto. A verdadeira posição da governança corporativa é em favor da empresa, como um todo, sem distinção ou favorecimento a grupos minoritários ou majoritários.¹⁸³

Muitas vezes acredita-se que privilegiar os acionistas minoritários é, necessariamente, estar cumprindo com a rigidez dos preceitos administrativos de uma companhia. E nem sempre é assim. É óbvio que fiscalizar e garantir os direitos dos minoritários é dever de uma boa administração, entretanto, antes dos direitos e garantias de determinado grupo de acionistas, está o interesse maior da companhia. Se este sempre for considerado e nunca for lesado, com certeza o acionista minoritário, em sua fragilidade, também não o será. Mas importante é observar a análise histórica que Aline Menezes faz sobre a origem da governança, *in verbis*:

O G7, grupo das nações mais ricas do mundo, considera a governança corporativa o mais novo pilar da arquitetura econômica global. A OCDE desenvolveu uma lista de princípios globais e promove periodicamente, em diversos países, mesas de discussão e avaliação do desenvolvimento da governança. Também lançou, junto com o Banco Mundial, em setembro de 1999, o “*Global Corporate Governance*

¹⁸² *Op. cit.* p. 180 e 181.

¹⁸³ *Op. cit.*, p. 182.

Forum”, com o objetivo de dar abrangência, importância e visibilidade mundial ao tema.¹⁸⁴

Visivelmente, observa-se que a prática e a institucionalização da governança corporativa surgiram com o movimento de globalização da economia. Quanto mais a economia se globaliza, quanto mais os países se relacionam e se aproximam economicamente, mais surgem as empresas de grande porte ou as multinacionais. Esse tipo de sociedade anônima com milhares de acionistas dispersos por todo o mundo torna quase que inviável a participação efetiva dos mesmos nas discussões em assembleias gerais, nos conselhos (administrativo e fiscal), enfim, na direção da companhia, que geralmente se concentra nas mãos de um pequeno grupo que privilegia seus interesses próprios e não os da companhia. Foram todos esses fatores, as fraudes e problemas na administração acionária que fizeram com que atitudes de governança mais proba, mais honesta, mais transparente passassem a se tornar uma prática necessária, pois, se assim não fosse, o mercado de capitais e de valores mobiliários e as grandes empresas que visam às poupanças populares e que buscam nelas os seus recursos representariam um investimento de altíssimo risco, afugentando assim milhões de potenciais investidores.

A governança corporativa surgiu por uma necessidade e não, necessariamente, por um processo de conscientização e humanização dos grandes empresários e dos grandes comandantes de companhias pelo mundo. O problema da gestão equivocada, fraudulenta, incompatível com a realidade econômica, incompatível com os interesses dos acionistas, gerou polêmica e acabou por fazer com que países de economia mais sólida e concentrada, criassem normas e dispositivos, ou seja, todo um regramento para novas práticas administrativas dentro das companhias, como a autora observa.

No Brasil, não foi diferente. A influência externa do movimento atingiu o país, e a governança corporativa passou a ser destaque também dentro de algumas companhias brasileiras, inicialmente. Posteriormente a CVM publicou regras de boa governança corporativa, deixando muito claro que não existia obrigatoriedade no cumprimento daquelas recomendações, anunciando, porém, que as empresas deveriam amadurecer a forma de condução de suas administrações e repensar seus conjuntos de atos a partir do momento em que a CVM passou a adotar a governança corporativa como uma boa prática.

Atualmente a governança corporativa no Brasil já pode ser considerada madura e até bem disciplinada, com regras de conduta, com apoio dos órgãos principais que fiscalizam as

¹⁸⁴ *Idem.* p. 186.

companhias e até mesmo com as constantes intervenções e o árduo trabalho que tem sido exercido atualmente pelo IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), antigo IBCA (Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração), criado em 1995, quando, pela primeira vez no Brasil as práticas de governança corporativa ganharam uma instituição nacional que as regulasse, fiscalizasse e, principalmente, propagandeasse a importância de sua implementação nas grandes companhias brasileiras e no próprio sistema legal e fiscalizatório das sociedades anônimas.¹⁸⁵

Assim, conclui-se que a governança corporativa no mundo surgiu através de pequenos movimentos, que aos poucos foram se agigantando, partindo de acionistas descontentes e que perceberam que havia a necessidade de um novo regramento que os protegesse de abusos, fraudes e má administração da diretoria em relação às suas empresas. Esse problema nunca antes havia se tornado visível e real, pois o histórico das práticas comerciais e empresariais no mundo se dividia em dois: 1) empresas de pequeno porte, familiares, com poucos empregados, cujo controle administrativo de seu proprietário ou era feito por ele mesmo ou, se feito por um profissional administrador, estava sendo observado e fiscalizado de perto; 2) empresas de grande porte, geralmente sociedades anônimas, cujo capital investido era gigantesco, mas que até então, nos períodos de autorização e concessão, eram de total responsabilidade, controle e administração do Estado.

As práticas fraudulentas só começaram a aparecer quando as grandes empresas, através apenas da regulamentação do Estado, passaram a buscar investidores em todas as partes do mundo, apelando às poupanças populares e tendo, por conseguinte, um baixo índice de fiscalização por parte dos acionistas e investidores. Foi nesse momento em que as sociedades anônimas se agigantaram e captaram toda sorte de recursos, das mais variadas formas possíveis de investimentos, que se abriu um vasto campo para que a pequena minoria que se concentrava na diretoria da companhia pudesse fazer e desfazer, atingindo apenas seus próprios interesses.

Os conselhos administrativos, órgãos que deveriam fiscalizar a diretoria das companhias, por sua vez se omitiam, quase sempre para levar alguma vantagem, e conseguiam também que as auditorias independentes e externas maquiassem o que realmente estava ocorrendo na administração das S/A.

¹⁸⁵No site do IBGC existe uma linha do tempo que trata das principais atividades, no Brasil e no mundo, nos últimos anos, demonstrando os avanços das práticas de governança corporativa. Essa linha do tempo, em forma de tabela, encontra-se no Anexo III deste trabalho.

Como já observado, as práticas de governança corporativa surgiram exatamente para superar os problemas dos chamados conflitos de agência, que ocorreram quando o proprietário, o detentor do investimento, deixou de ser o gestor, o administrador de seu próprio negócio, já que este se expandiu largamente; há também o conflito de agência quando gestor e proprietário não figuram na pessoa do Estado. Quando o proprietário das ações delega a um executivo as funções específicas da administração de seus interesses, esse proprietário está automaticamente delegando também o poder de decisão sobre seus bens e sua propriedade para um terceiro, que pode ou não agir com correição e de boa-fé diante do patrimônio a ser administrado.

Mesmo que não haja fraude ou má administração, pode haver um simples conflito de interesses. A governança corporativa surge então para criar mecanismos eficientes e práticas concretas de monitoramento dessa gestão, assegurando que o comportamento do gestor esteja alinhado ao interesse do proprietário (acionista). Na verdade o que a governança corporativa traz como novidade é o bom uso, o uso estratégico e adequado de órgãos que já estão criados dentro da empresa e que servem exatamente para fiscalizar as atividades do gestor. Dessa forma, se o conselho de administração, as auditorias independentes e o conselho fiscal não estão atuando de forma condizente com suas prerrogativas legais, as práticas de governança criam mecanismos adequados para que isso ocorra e que cada um desses órgãos cumpra efetivamente sua função. Nesse sentido, o IBGC, quando trata da origem do instituto da governança, faz importantes considerações sobre o que pode ocorrer na administração de uma empresa que não segue certas linhas mínimas de governança:

A empresa que opta pelas boas práticas de Governança Corporativa adota como linhas mestras a transparência, a prestação de contas, a equidade e a responsabilidade corporativa. Para tanto, o conselho de administração deve exercer seu papel, estabelecendo estratégias para a empresa, elegendo e destituindo o principal executivo, fiscalizando e avaliando o desempenho da gestão e escolhendo a auditoria independente. A ausência de conselheiros qualificados e de bons sistemas de Governança Corporativa tem levado empresas a fracassos decorrentes de:

- Abusos de poder (do acionista controlador sobre minoritários, da diretoria sobre o acionista e dos administradores sobre terceiros);
- Erros estratégicos (resultado de muito poder concentrado no executivo principal);
- Fraudes (uso de informação privilegiada em benefício próprio, atuação em conflito de interesses).¹⁸⁶

Assim, o que se pode concluir sobre as práticas de governança corporativa é que este modelo vem para adequar e modernizar os dispositivos contidos nas leis societárias, fazendo

¹⁸⁶Governança Corporativa – IBGC disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>, pesquisado em: 11 de setembro de 2011 às 13h.

com que os já existentes (ou criando novos) passem a se desenvolver de forma mais ágil, fluida e uniforme, não engessando ou emperrando o desenvolvimento das atividades da companhia (ou companhias) e, concludentemente, não estagnando a economia do país.

3.1.2 As práticas de governança corporativa e suas funções

Interessante sopesar as opiniões doutrinárias acerca das diferentes funções que os mecanismos de governança corporativa prestam às companhias, aos investidores, aos mercados de capitais e às próprias economias de cada país. Dentre tantas funções, a de conferir estabilidade, poder de confiabilidade e a de medir o desempenho de cada empresa e até da própria economia do país, sem dúvida, é uma das funções mais importantes que desempenha o processo de governança corporativa, já que, sob esse aspecto, a implementação ou não dos mecanismos de governança corporativa podem ser o “fiel da balança” para medir, para mais ou para menos, o grau de confiabilidade que investidores e credores possuem em determinada companhia ou até na economia de determinado país. Sobre essa função, Aline Menezes considera:

Uma das questões teóricas envolvendo os sistemas de governança é o seu impacto sobre o desempenho das empresas e das economias nacionais. Como vimos, tornou-se lugar-comum associar-se o desempenho econômico de uma empresa às suas estruturas de governança.

Divulga-se como consenso estabelecido que a capacidade de um país atrair investimentos está associada às estruturas de governança que consagra. Vários estudos procuram ligar a qualidade do mercado de capitais de uma nação às suas regras de governança corporativa (especialmente no tocante à proteção dos investidores e acionistas minoritários).¹⁸⁷

E essa realidade de se “pontuar” a economia de um país e o seu grau de confiabilidade para investimento utilizando como medida a estabilidade de suas grandes empresas e as práticas de governança corporativa nelas aplicadas torna-se mais frequente e fortalecida com o passar do tempo. No mundo globalizado atual, os países em desenvolvimento, com economias mais ou menos estáveis e confiáveis, crescem muito no conceito dos investidores quando boas práticas de governança corporativa são utilizadas diariamente pelas grandes companhias nacionais ou multinacionais que ali se estabelecem.

E foi observando a necessidade de se implantar mais mecanismos que garantam a segurança de investidores em economias emergentes como o Brasil, conjugando esses fatores com vários outros que vêm surgindo nas últimas décadas com a globalização da economia dos

¹⁸⁷ *Op. cit.* p. 187.

países capitalistas e somando tudo isso às práticas administrativas e financeiras pouco vantajosas e à grande perda de investidores que o processo da governança corporativa se alastrou pelo mundo e se enraizou nas práticas administrativas de grandes empresas no Brasil. Milton Nassau sintetiza o tema da governança corporativa ao traçar um breve panorama da situação e da realidade econômica no Brasil e no mundo e de suas reais carências, como se transcreve:

Com o advento da globalização, juntamente com a política de altos juros praticada em um passado recente pelo *Federal Reserve* e as sucessivas crises nos mercados chamados “emergentes”, a captação e a alavancagem de recursos pelas empresas brasileiras no mercado de capitais nacional têm se tornado cada vez mais difíceis.

Some-se a esses fatores a concorrência exercida pelas bolsas internacionais, que possuem menores custos, maior liquidez, tecnologia e facilidade para realização dos negócios.

O resultado não poderia ser outro senão a perda de liquidez da bolsa local e a fuga de negócios, inclusive por parte das empresas nacionais, que têm recorrido crescentemente à bolsa de Nova York, visando a financiarem-se através do lançamento de *American Depositary Receipts* (ADRs).¹⁸⁸

Além dos motivos acima citados, outros fatores apontados pelos analistas como ensejadores da pouca atratividade e da estagnação do mercado brasileiro são a falta de transparência das empresas e o tratamento desigual dispensado ao acionista minoritário.

(...) Como é possível, então, a existência de um mercado de capitais ativo e vigoroso, onde os empresários possam capitalizar suas empresas, sem recorrer sempre ao endividamento, sem que a outra ponta, o investidor minoritário, seja tratado verdadeiramente como sócio do negócio e não como mero coadjuvante, descartável a qualquer momento?¹⁸⁹

As empresas brasileiras, dez anos depois dessas considerações do autor, cresceram, e tanto elas quanto o próprio país passaram a ter índices de risco e confiabilidade para investimentos bem mais aprazíveis aos olhos internacionais. Entretanto, a situação do acionista minoritário pouco mudou, o que, inevitavelmente, remonta às tristes e grotescas e por que não dizer dantescas palavras atribuídas ao banqueiro Fürstenberg, ao afirmar que “*o acionista é um tolo e um arrogante; tolo, porque nos dá seu dinheiro; arrogante, porque deseja ainda receber dividendos*”. Infelizmente, esse é o pensamento de grandes acionistas controladores em grandes sociedades anônimas espalhadas pelo mundo que veem no pequeno acionista um bom tolo que investirá seus poucos recursos no objeto social da companhia e que, tratando-se o mercado acionário de um negócio arriscado – e essa tem sido uma boa desculpa

¹⁸⁸Perceba-se que esse artigo foi escrito por Milton Nassau em 2002; entretanto a situação atual, em 2011, não está tão diferente da época. Obviamente houve um grande crescimento econômico nesses quase dez anos e o Brasil se destacou muito por ter passado quase que ileso por uma grande crise mundial que atacou e engessou a economia de muitos países em 2009, mas não significa que o país já é uma economia sólida com todas as suas empresas adotando as práticas de governança corporativa.

¹⁸⁹RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLI, n. 127, julho-setembro de 2002, p. 165.

para encobrir fraudes e administrações prevaricantes –, vem a perder todos seus investimentos pelos reveses e fatalidades que esse tipo de negócio impõe. Por essas notas motivadas é que Milton Nassau continua suas lições:

Paralelamente, já há alguns anos vem sendo adotado em todo o mundo um sistema de gestão das sociedades anônimas que privilegia a probidade, a transparência e a ampliação de direitos dos minoritários, denominado *corporate governance*.

(...)

O vocábulo “corporativa”, por sua vez, embora de uso mais corrente no meio empresarial brasileiro, também não contribui para o esclarecimento do que vem a ser o referido sistema de gestão. O adjetivo está mais ligado à ideia daquilo que se refere à grande companhia ou à corporação do que propriamente à transparência na gestão e ao respeito ao direito dos minoritários.

Embora a falta de transparência e o desrespeito aos minoritários não sejam os únicos motivos para a diminuição dos valores negociados na bolsa nacional unificada, existe certamente uma relação entre esse fenômeno e o crescimento da discussão em torno da governança corporativa no Brasil.

(...)

Ao menos no Brasil, pode-se afirmar que a discussão sobre a governança corporativa é consequência de um fato social atual e relevante na sociedade brasileira, qual seja, a necessidade de uma administração mais transparente, visando a atrair os investidores, inclusive acionistas minoritários, como forma alternativa de captação de recursos no mercado financeiro. Trata-se, portanto, de uma realidade que afeta o cotidiano de diversas companhias nacionais e, como tal, já começa a produzir efeitos no mundo jurídico.¹⁹⁰

Assim, pode-se afirmar que a governança corporativa, bem no seu início, visava mesmo à resolução dos problemas dos acionistas controladores, trazendo a estes mais facilidades para driblar o descontentamento das minorias. Mas, num segundo momento, a governança corporativa incorporou em todo o mundo uma segunda ideia, que se fundava na importância de se separar a figura do executivo, gestor, administrador e seus interesses do proprietário, acionista, que por sua vez tinha interesses díspares e, portanto, encontrava-se insatisfeito com a gestão de suas ações. Por fim, hoje a governança corporativa representa muito mais que isso. Representa governar, administrar, solucionar problemas e gerir dificuldades da forma que mais beneficie a corporação, ou seja, a sociedade. E se o objetivo maior das práticas de governança corporativa são esses, obviamente nenhuma parcela da sociedade poderá ficar descontente, principalmente os acionistas minoritários, que, além de serem parte mais fraca na relação empresarial, representam atualmente o futuro dos investimentos conseguidos para alavancar grandes negócios e colocar em prática grandes objetos sociais de grandes companhias. Assim, o desenvolvimento conceitual de governança corporativa criou atualmente novos conceitos que a doutrina e o próprio IBCG ergueram,

¹⁹⁰ *Op. cit.* p. 166 e 167.

reunindo de tudo um pouco, mas principalmente tratando de métodos pautados pela probidade, transparência, proteção, retidão, etc.

3.1.3 Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil e a adoção do “*comply or explain*” pelos códigos de melhores práticas de governança

O fato é que tais métodos acabaram por resultar no surgimento de códigos de melhores práticas de governança corporativa. O primeiro deles se deu em 1992, na Inglaterra, fazendo sugestões àquilo que deveria ser considerado uma boa prática de governança corporativa nas companhias. Entretanto, outras dezenas de códigos que tratavam das boas práticas de governança corporativa foram surgindo pelo mundo, cada um se adequando mais ao modelo legal e jurídico de seu país e se adaptando mais à sua realidade socioeconômica. Esses códigos se espalharam pela Europa, pela Ásia e pelas Américas, e todos foram sendo cada vez mais aprimorados e rigorosamente controlados em razão das várias crises econômicas pelas quais o mundo passou nas últimas décadas. Dessa forma, a adesão aos métodos de boa governança corporativa passou ser uma espécie de “fiel da balança”, que mede o alto, médio ou baixo risco de se investir em determinadas empresas caso estas adotem ou não as diretrizes e recomendações dessas boas práticas de governança.

O tema se tornou tão importante que inclusive órgãos e comunidades como o FMI, a Comunidade Europeia, o Banco Mundial e, no Brasil, a própria CVM elaboraram seus códigos com recomendações do que seriam as tais boas práticas de governança corporativa. Esses códigos na Inglaterra e Alemanha, por exemplo, passaram a sujeitar suas empresas à regra do “*comply or explain*”, ou seja, pratique ou explique, o que faz com que as empresas nesses países se adaptem e se sujeitem às regras de governança ou sejam obrigadas a divulgar de forma clara aquelas práticas que não estão adequadas às recomendações do código do país, explicando o porquê de sua não adoção.

Quanto à CVM, que também confeccionou uma cartilha com recomendações relativas às boas práticas de governança corporativa, não se pode afirmar que houve uma imposição ou sujeição. A CVM afirma em sua cartilha que a adoção dessas práticas de governança significará para as empresas usar padrões de conduta superiores aos exigidos pela lei ou por regulamentações da própria CVM. Ou seja, a empresa que se adéqua a todas as recomendações da boa governança está acima dos padrões mínimos exigidos pela lei. Por isso mesmo a Comissão afirma que essa cartilha não constitui regramento obrigatório, daí seu descumprimento não ser passível de punição. Entretanto, a própria Comissão afirma que,

apesar de não ser uma obrigatoriedade, já que não se trata de lei (e no Brasil só aquilo que é elevado à condição de “lei” pode ser rigorosamente exigido), exclusivamente para as companhias abertas a CVM adotará o método “*comply or explain*”, aumentando para esta modalidade de sociedade o grau de exigência e de fiscalização, já que as mesmas que não cumprirem ou praticarem as recomendações da CVM devem necessariamente explicar suas razões para não fazê-lo.

Assim, a governança corporativa no Brasil iniciou sua trajetória se preocupando com o funcionamento dos conselhos de administração e de fiscalização. Mas não foi esse o principal enfoque dado pela prática da governança no país. A governança corporativa no Brasil, diferentemente da de outras nações, teve sua fundamentação jurídica na LSA, mas não como se esperava, pautando-se pelo art. 142, que trata do conselho de administração. A governança corporativa brasileira observou muito mais as relações do poder de controle, dos acionistas controladores e até do acordo de acionistas (art. 116 e seguintes da LSA) do que qualquer outra relação. Milton Nassau trata logo de explicar o que motivou essa fundamentação jurídica da governança corporativa:

Com forte históricos de companhias estatais e familiares, no Brasil o debate sobre a governança corporativa começou através da preocupação com o funcionamento do conselho de administração. Isso se justifica principalmente pelas atribuições que lhes são confiadas pelo art. 142 da Lei das S/A, pois através da composição do conselho de administração pode-se verificar como está distribuído o poder na companhia. Contudo, como a atuação do conselho tem interfaces com diversos setores, seu foco voltou-se para as relações do majoritário tanto com o minoritário como com os stakeholders.¹⁹¹ Esse termo, ainda sem tradução para o português, é utilizado para designar os demais interessados nas atividades da companhia, como empregados, fornecedores, clientes, comunidade e até mesmo cidadãos e o governo.¹⁹²

Diante dessa nuance que a governança corporativa tomou no Brasil, além de todas as outras práticas já adotadas pelas recomendações da CVM, alguns autores tentam definir ou conceituar governança corporativa. Valdir Lameira, em sua obra *Governança Corporativa*, afirma que a governança é “*O conjunto de mecanismos econômicos e legais que são*

¹⁹¹ Para alguns doutrinadores, como Tullio Ascarelli, Fábio Konder Comparato, Carlos Pasteris e outros, todos citados por Ecio Perin Junior em sua obra “*A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*”, os *stakeholders* são todos aqueles detentores do controle externo da companhia, que de outra forma que não a acionária, detêm importantes interesses na companhia, como bancos, outros administradores, credores e até funcionários. Para Perin, *stakeholders* são quaisquer detentores de algum poder externo à companhia, ou seja, não a integram como acionistas, mas por algum motivo detêm algum tipo de poder sobre ela e não só mera ligação, como afirmou Milton Nassau. (PERIN: 2004, pp. 77-83).

¹⁹² *Op. cit.* p. 166 e 167.

*alterados por processos políticos, objetivando melhorar a proteção dos direitos dos acionistas e credores (investidores de uma forma geral) em uma sociedade”.*¹⁹³

Já para João Bosco Lodi, em sua obra intitulada *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*, o mais adequado é acolher o conceito que o Instituto Brasileiro de Governança corporativa criou e que assim se encontra consolidado:

Governança corporativa é o sistema que assegura aos sócios proprietários o governo estratégico da empresa e a efetiva monitoração da diretoria executiva. A relação entre propriedade e gestão se dá através do Conselho de Administração, a auditoria independente e o conselho fiscal, instrumentos fundamentais para o exercício do controle. A boa Governança assegura aos sócios equidade, transparência, responsabilidade pelos resultados (*accountability*) e obediência às leis do país (*compliance*).¹⁹⁴

Lodi conclui, portanto, que a governança corporativa no Brasil é um sistema de práticas administrativas que visa à compatibilidade de todos os interesses internos e externos da companhia. Essas práticas, de acordo com a LSA, são implementadas pelo conselho de administração, que deve agir sempre com transparência, com lisura, prestando conta de todos os seus atos executivos e deliberativos e principalmente nunca desrespeitando preceitos legais já disciplinados. A governança tem função também de melhorar as relações dentro da companhia, o que pode aumentar proporcionalmente o lucro, arbitrando qualquer conflito que possa haver entre acionistas, debenturistas, administradores, auditores externos, minoritários ou majoritários e todos os demais interessados conhecidos como *stakeholders*, que podem ser bancos, empregados, credores, clientes, etc. Afirma ainda o autor que a governança corporativa é na verdade uma plêiade de mecanismos que tentam compatibilizar uma gestão equilibrada e controlada da companhia, dividindo os vários cargos a serem ocupados com todas as partes interessadas para que não haja privilégios nem possibilidades de fraudes ou gestão inapetente.¹⁹⁵

Muito precisas são as palavras de João Bosco Lodi, que teoricamente estão corretíssimas, mas que no dia a dia empresarial não são colocadas em prática. Em suma, se não são colocadas em prática no dia a dia, o detentor do poder de controle de uma companhia ou empresa, além de estar ferindo recomendações de uma boa prática de governança corporativa sugeridas pela CVM, está descumprindo claramente um preceito legal da LSA, já que o art. 116 da Lei 6.404/76, que trata do acionista controlador e de suas funções, define

¹⁹³LAMEIRA, Valdir. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001, p. 80.

¹⁹⁴LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governo da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2001, p. 24.

¹⁹⁵*Ibidem*.

que este deve ter perante a empresa, os demais acionistas e os demais interessados (internos e externos) uma prática idêntica às práticas de governança corporativa contidas nas recomendações da CVM. Lodi assim expõe:

Para aqueles que operam o direito, cabe observar que a prática pregada pelos defensores da governança corporativa como o grande remédio para os males do mercado de capitais, apesar de progressista e digna de louvor, nada mais preconiza do que o cumprimento dos deveres do acionista controlador, previstos no art. 116, parágrafo único da Lei 6.404/1976: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.¹⁹⁶

As sociedades anônimas são primeiramente empreendimentos mercantis cujo fim maior é o lucro. Vários podem ser os objetos para se alcançar esse lucro, desde que não sejam ilícitos. Entretanto, o cumprimento da função social da empresa, do empresariado, do contrato, da propriedade privada, o respeito à comunidade, aos trabalhadores, ao meio ambiente e todos os outros direitos e garantias individuais e coletivos que as leis e a própria Constituição preconizam devem ser respeitados por essa pessoa jurídica classificada como sociedade anônima. Tanto que a administração fraudulenta, passível inclusive de sanção, não se reduz apenas a trazer um prejuízo interno aos acionistas, mas à comunidade, ao meio ambiente, aos trabalhadores e a tudo aquilo a que a companhia possa se ligar. Daí observar-se o conceito de governança corporativa sob a ótica de seus princípios regentes e concluir que a governança corporativa extrapola e muito a simples preocupação do empresariado em maximizar os lucros.

3.2 PRINCÍPIOS REGENTES DA GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

3.2.1 Os princípios da eticidade e da moralidade

Demonstrando a importância das práticas da governança corporativa dentro e fora das companhias e de como elas influenciam diversos setores da sociedade, pode-se apontar os princípios regentes que consolidam uma modalidade diferenciada de administração. As lições ministradas por Jorge Lobo, que inicia seus argumentos trazendo à baila o seu conceito de

¹⁹⁶*Ibidem.* p. 24.

governança corporativa, são primorosas para consolidação da compreensão do tema, como se observa:

Governança Corporativa é o conjunto de normas, consuetudinárias e escritas, de cunho jurídico e ético, que regulam os deveres de cuidado, diligência, lealdade, informação e não intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da sociedade; o exercício das funções, atribuições e poderes dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal e dos auditores externos, e o relacionamento entre si e com a própria sociedade, seus acionistas e o mercado em geral.¹⁹⁷

O autor afirma que tratou o tema da governança sob uma análise principiológica e que a governança corporativa é um conjunto de normas e regramentos – qualquer que seja o país ou a empresa que a adote – que deverá conter obrigatoriamente os princípios da eticidade, da moralidade, do ativismo societário, da proteção ao acionista minoritário, do tratamento equitativo dos interessados, da transparência e divulgação de todas as informações necessárias, da independência com responsabilidade e limites dos administradores, da razoabilidade ou proporcionalidade e da função social da empresa, princípio dirigido à sociedade e de grande importância sob os aspectos em que atualmente se encontram os contornos da moderna economia mundial.¹⁹⁸

Várias matérias que são de relevância extrema para as companhias no mundo todo, para seus credores e acionistas, devem estar pautadas pelo princípio da eticidade, como no caso dos processos de autoavaliação dos conselheiros de administração, principalmente em relação ao seu desempenho; como no caso da remuneração dos administradores da companhia e de sua publicidade, se for necessária; ou a escolha dos planos de opções de ações para estimular o aumento dos lucros sem prejudicar nenhum investidor; as doações políticas aos candidatos a conselheiros e membros da diretoria; o processo de averiguação e de destituição, se necessário, dos conselheiros ou executivos cuja administração fraudulenta for comprovada; enfim, todos os atos administrativos internos – acionistas com acionistas, votantes ou não, e destes para com o público investidor – primam por um rigoroso código de ética. E como conceito de princípio da eticidade Jorge Lobo leciona:

O princípio da eticidade, autêntico paradigma das normas sobre governança corporativa, impõem que se dedique “o homem a fazer a coisa certa” (Sartre e Kierkegaard), através de “comportamentos valiosos, obrigatórios e inescapáveis” (Adolfo Sanchez Vazquez).

¹⁹⁷ LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLV, n. 142, abril-junho de 2006, p. 141.

¹⁹⁸ *Idem*. p. 142.

(...)

A propósito, lembre-se que a nossa Lei de Anônimas sabiamente coíbe a conduta antiética do acionista controlador, que induz o administrador à prática de ato ilegal ou a descumprir os deveres próprios de seu cargo (LSA, art. 117, § 1º, alínea c).¹⁹⁹

A transparência e a veracidade de todas as informações passadas pelos administradores aos demais membros da companhia são funções precípua do cargo administrativo e da condução e exercício de tais poderes. Ou seja, administrar sem lisura, sem transparência, sem repassar todas as informações necessárias e obrigatórias é administrar sem contar com o princípio da eticidade e, portanto, é descumprir as recomendações de governança, e ainda mais, é descumprir a própria lei que rege as S/A. Jorge Lobo, ao tratar do princípio da eticidade, afirma que não é possível desvincular a ética da moral e vice-versa e que ambas, lado a lado, são condições *sine qua non* para a existência dos preceitos que regem a boa governança corporativa:

Só o Princípio da Moralidade, aliado ao da Eticidade, pode combater procedimento corriqueiros das empresas, sobretudo das grandes empresas, e dos empresários, os intocáveis “capitães de empresas”, que vêm sendo denunciados em todo mundo, pois, frise-se, partindo da noção de Direito ministrada por Aristóteles, enquanto o direito se encontra nas cousas, no real, no exterior, a moral viceja no sujeito, no interior do homem, em sua consciência, daí porque o domínio da Moral é muito mais vasto do que o do Direito.²⁰⁰

O autor afirma que, se os princípios da moralidade e da eticidade fossem simplesmente seguidos, não seriam necessários que vários países do mundo estabelecessem padrões rigorosos de demonstrativos financeiros muito difíceis de ser fraudados; tampouco seria preciso criar minuciosos e exaustivos regulamentos sobre transparência e divulgação de informações de desempenho e de material prospectivo; estas e muitas outras ações que visam coibir, combater excessos, fraudes, desvios, “caixas-dois”, e toda sorte de atividades imorais e antiéticas seriam desnecessárias se a ganância e o lucro desmedidos fossem freados pela mínima racionalidade humana.²⁰¹

3.2.2 Os princípios do ativismo societário e da proteção ao acionista minoritário

Outro importante princípio a ser observado é o chamado princípio do ativismo societário. E daí se questiona o porquê de sua importância. Quando se analisa a letra da lei, a

¹⁹⁹ *Op. cit.* p. 142 e 143.

²⁰⁰ *Idem.* pp. 144.

²⁰¹ *Op. cit.* p. 144-146.

assembleia geral é, *a priori*, um palco onde todas as decisões são tomadas, todos têm direito a voto ou pelo menos a voz. Dos grandes aos pequenos, todos têm o direito de estar ali e essa realidade teórica parece ser extremamente democrática, a princípio. Entretanto, não é isso que efetivamente ocorre. Como bem assevera Jorge Lobo, “*a assembleia geral de acionistas da sociedade anônima é uma abstração, uma ficção legal, uma arremedo de congresso democrático, eis que raros acionistas dela participam, no que se convencionou denominar “fenômeno do absentismo dos acionistas”*”.²⁰²

Sobre o fenômeno absentista, suas características e a reviravolta que passou a ocorrer com o passar o tempo, em relação à ausência maciça de acionistas nas assembleias gerais, Jorge Lobo argumenta e contra-argumenta:

De fato, durante longo período, reinou o absentismo, aqui e no exterior, pois os acionistas, se satisfeitos com a valorização de suas ações e a distribuição de dividendos, não compareciam às assembleias gerais, por confiarem na administração; se insatisfeitos, vendiam-nas e migravam para investimentos mais rentáveis.

Hoje, todavia, a participação dos acionistas, com expressivo ou diminuto número de ações, nas assembleias gerais das companhias, em especial das de capital aberto, vem aumentando consideravelmente devido à crescente preocupação dos governos de valorizar o papel dos acionistas, no que passou a ser conhecido por “ativismo societário”.

(...)

Todavia, anote-se, por oportuno, o princípio do ativismo societário não tem beneficiado somente os grandes e poderosos investidores institucionais, mas, por igual, pequenos acionistas (...)

Ressalta-se, ainda, que pequenos e grandes investidores, reunidos em associações ou individualmente, estão sendo também estimulados a defender os seus direitos e interesses e a cobrar dos administradores das anônimas melhores resultados, inclusive sob o aspecto da responsabilidade social da empresa moderna, pelos novos métodos de participação nas assembleias, como o mecanismo de voto à distância, por carta ou por meios eletrônicos, e pela prática de oposições esclarecidas, através de protestos, impugnações e votos divergentes.²⁰³

O movimento do absentismo era a simples inoperância do acionista. Sua inércia. Ele não só se abstinha de votar, mas até mesmo de comparecer às assembleias. O que importava para esse acionista, se não fazia parte do grupo controlador, eram apenas os rendimentos de seu investimento. Atualmente, o acionista despertou para uma nova possibilidade: grande ou pequeno, com muitas ou poucas ações, ele é proprietário daquela empresa em conjunto com outros acionistas; para inculcar essa ideia de domínio, de propriedade e de ativismo dentro da companhia, fazendo com que o sócio esteja sempre participando de decisões, tomando pé daquilo que lhe pertence, enfim, atuando ativamente,

²⁰² *Idem.* p. 145.

²⁰³ *Idem.* p. 144.

várias campanhas estão sendo feitas e vários incentivos estão sendo dados. A tendência moderna não é mais a do absentéismo, mas sim a do ativismo: fazendo oposição, compondo conselhos (administrativo ou fiscal), fiscalizando as tomadas de decisões e o rigor de seu cumprimento, etc. Enfim, o princípio do ativismo societário por parte dos acionistas minoritários vem ganhando cada vez mais força, sempre com mais adeptos da causa da participação efetiva nas decisões da companhia.

O próximo princípio analisado por Jorge Lobo é um dos mais importantes para consolidar futuramente as grandes companhias pelo mundo todo: é o princípio da proteção ao acionista minoritário. Ter ética e moral nas condutas administrativas é dever de qualquer empresa, grande ou pequena, é dever de qualquer pessoa nas próprias condutas da vida. Mas a questão de se proteger o acionista minoritário dentro das grandes companhias, além de explicitar uma conduta proba, ética e moral por parte dos administradores da empresa, é também agir de forma inteligente. O autor ainda afirma que as pessoas físicas que investem em ações na Bovespa já equivalem a 25% dos investimentos. Essa afirmação é uma “carta na manga” dos grandes empreendedores, dos grandes acionistas, enfim, dos reais controladores das companhias no Brasil²⁰⁴.

Se com toda a instabilidade que o mercado de capitais oferece, se com tantos problemas, crises econômicas, fraudes, má administração, inexperiência, oscilações de mercado, enfim, se com todos os reveses existentes nos investimentos em ações no Brasil, 25% dos investidores são, mesmo com tudo isso, pessoas físicas, a conclusão a que se chega é que, se houvesse um forte esquema de proteção aos minoritários, um rigor na aplicabilidade das normas de governança dentro das empresas, um esclarecimento maior da situação das bolsas e das possibilidades de rentabilidade em se investir em ações.

Por mais que os acionistas controladores sejam grandes grupos empresariais ou mesmo uma única pessoa física milionária que resolveu desenvolver um negócio, o fato é que nem os grandes grupos nem os maiores milionários da história conseguiriam erguer esses impérios existentes hoje no mundo se nenhum centavo das poupanças populares estivesse à sua disposição. Proteger o minoritário não é só uma questão de respeito, de administração ética, moral, proba, lícita, mas também uma questão de estratégia capitalista na busca de maiores investimentos e de maior crescimento de grandes companhias mundiais e, por óbvio, também as brasileiras.

Se todas as pessoas que atualmente no Brasil poupam algum dinheiro em qualquer que seja a modalidade de poupança investissem essas pequenas economias em ações, o

²⁰⁴ *Ibidem.*

mercado acionário brasileiro crescerá consideravelmente. Entretanto, qual é a garantia que está sendo dada aos acionistas minoritários, principalmente para aqueles que nunca investiram em ações e que temem perder tudo que conseguiram juntar? Muito poucas são as garantias, esse é o fato. Daí a importância de se proteger o atual minoritário, para que esta proteção, conjuntamente com campanhas e publicidades, chame a atenção dos pequenos poupadores.

Jorge Lobo sintetiza essas duas faces da importância da proteção aos acionistas minoritários e ainda acrescenta mais argumentos para consolidar o princípio da proteção aos acionistas minoritários, como se nota:

Desde 2000, a Bolsa de Valores de São Paulo não para de crescer, pois “a média diária dos negócios quase dobrou e hoje supera um bilhão de dólares”; “o valor das empresas listadas cresceu 76% desde 2004”; “o volume de contratos futuros de ações na BM&F triplicou em três anos”; “são estimados 30 lançamentos iniciais de ações (IPOs) em 2006, em comparação com apenas 2 entre 2001 e 2002”, e, por fim, “nunca tanta gente investiu em ações – as pessoas físicas já respondem por 25% dos negócios”.

Para os analistas de mercado, nacionais e estrangeiros, a pujança da BOVESPA é produto da criação do “Novo Mercado”, através de “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa”.

Para os juristas, a revolução do mercado de ações do país é resultado da conjugação do princípio do ativismo societário, tratado anteriormente, que estimula pequenos e grandes investidores a participar, de forma consciente e responsável, do processo decisório das companhias, com o princípio da proteção ao acionista minoritário, ambos inspiradores e orientadores das normas que presidem o “Novo Mercado”.²⁰⁵

O autor demonstra, através de dados estatísticos, como as pessoas físicas têm, cada vez mais, investido em ações e se convencido de que esse pode ser um negócio, além de lucrativo e rentável, também seguro. Tanto para os analistas financeiros quanto para os analistas jurídicos, que observam esse crescimento por óticas diferentes, a questão da inclusão das práticas de governança corporativa na administração empresária é a responsável pelo desenvolvimento econômico do país e pelo crescimento das grandes companhias e de maiores investimentos em ações no Brasil.

Os analistas de mercado falam da criação do chamado Novo Mercado e dos níveis diferenciados de governança corporativa implementados no mercado de capitais, para justificar os índices e o crescimento. Para os juristas, a revolução no mercado também se deu em razão das práticas de governança, mas por outro motivo: o da segurança jurídica. As novas práticas de governança estimulam os acionistas a participar mais do processo de decisão da sociedade, além de fazer com que os acionistas minoritários sintam-se mais incluídos nesse processo, sentindo mais proteção e maiores garantias, o que faz com que novos pequenos

²⁰⁵ *Op. cit.* p. 146.

investidores assumam o risco de aplicar suas poupanças em ações. E nesse sentido, tratando ainda da importância de se proteger e garantir direitos aos minoritários, Jorge Lobo continua sua explanação, apontando os direitos individuais dos acionistas e das minorias qualificadas, exemplificando vários desses direitos contidos na LSA, *in verbis*:

No Brasil, a Lei das Sociedades Anônimas e várias resoluções, instruções e pareceres de orientação editados pela CVM visam proteger os direitos individuais dos acionistas e, outrossim, da denominada “minorias qualificadas” (...)

Os direitos da minoria qualificada são reunidos sob a forma de regras imperativas, que limitam o poder do controlador, e de direitos de bloqueio, quando o legislador, através de normas cogentes, inderrogáveis pela vontade dos acionistas, restringe, em benefício dos minoritários, a atuação dos controladores e administradores da companhia, como, por exemplo, se dá quanto: à forma especial de convocação e instalação de assembleias gerais de acionistas; à exigência peremptória de, nos avisos de convocação das assembleias gerais, constar, de forma clara e pormenorizada, as matérias que serão submetidas à deliberação; à prévia publicação dos documentos; ao *quorum* qualificado para deliberar sobre determinadas matérias; ao uso do poder de controle; aos deveres de diligência, lealdade e informação dos administradores.

Os direitos individuais dos acionistas são: participar dos lucros sociais e do acervo da companhia, em caso de liquidação; fiscalizar, na forma prevista em lei, a gestão dos negócios sociais; preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição e retirar-se da sociedade nos casos previstos na lei.

Além desses direitos, intangíveis, irrenunciáveis e inderrogáveis, muitos outros, igualmente essenciais, prevê a Lei de S/A, como, por exemplo: na alienação de controle da companhia aberta, pagar-se aos minoritários 80% do que foi pago pelo bloco de controle; prerrogativa do acionista de negociar direitos patrimoniais isolados, tais como os de subscrição preferencial, direito de participar das assembleias e nelas discutir os assuntos da pauta; direito de exigir a autenticação de cópia ou exemplar das propostas, proposições, protestos e declarações de voto oferecidos em assembleia geral, cuja ata seja lavrada de forma sumária; direito de requerer a redução a escrito dos esclarecimentos prestados pelos administradores e de exigir o fornecimento pela mesa da assembleia da respectiva cópia; direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, em nome próprio; direito de propor ação de responsabilidade contra os administradores, por substituição da companhia.²⁰⁶

Todos os direitos dos acionistas minoritários, individuais ou como coletividades, estão previstos na legislação acionária, como se pode observar na transcrição de Jorge Lobo. A participação em assembleias gerais, no conselho de administração e diretoria, mas principalmente a obrigatoriedade de haver parte da minoria nos conselhos fiscais das companhias, o direito ao voto múltiplo, o acordo de acionistas e outras prerrogativas adquiridas pelo minoritário ao longo dos anos não fizeram, entretanto, com que o tratamento equitativo preponderasse dentro das sociedades por ações brasileiras.

Ao se analisar detalhadamente cada direito da denominada minoria acionária, percebe-se que os princípios da ética e da moral devem partir necessariamente de quem presta

²⁰⁶*Ibidem.*

contas, de quem governa, de quem detém o poder de controle. Já o princípio de proteção às minorias não compete somente aos controladores; cabe aos próprios minoritários, ao reivindicar direitos; cabe aos órgãos fiscalizadores, como a CVM, ao proteger e sancionar administrativamente as empresas que não cumprem tais regras; e até mesmo ao poder judiciário, que julga crimes e fraudes administrativas, que obviamente trazem prejuízos às minorias. Em relação ao ativismo societário, esse princípio na verdade cabe a todos aqueles que têm ações (ordinárias ou preferenciais) ou mesmo debêntures, pois se pauta no exercício concreto dos poderes, direitos e deveres que estão embutidos ao se comprar uma ação de uma companhia. Investir, aguardar e colher dividendos é o que a grande maioria dos pequenos acionistas das grandes companhias fazem, no mundo todo. Comparecer às assembleias, votar, deliberar, protestar, traçar acordos, apontar soluções, indicar ideias, fiscalizar trabalhos, observar e até se opor a atos administrativos, tudo isso faz parte do poder/dever do acionista. Portanto, o ativismo societário é um princípio/direito, mas também pode ser considerado um princípio/dever na constituição de companhias que se pautem regularmente pela estrutura e pelos mecanismos da governança corporativa; esta, sem dúvida, busca lidar com pessoas que chamam para si a prática daquilo que lhes é dado como responsabilidade. Ante ao exposto, Jorge Lobo leciona:

Creio haver demonstrado que os princípios de base ética (da eticidade) e moral (da moralidade) buscam orientar e presidir o comportamento dos membros do conselho de administração, da diretoria executiva, do conselho fiscal, se em funcionamento, e do conselho consultivo, se houver, das companhias, em especial das companhias de capital aberto, bem como o exercício do poder de comando dos acionistas controladores e o desempenho das funções dos auditores independentes.

E, ademais, que os princípios do ativismo societário e da proteção ao acionista minoritário, a seu turno, têm por escopo propiciar, ao detentor de pequeno número de ações, meios de defender, nas assembleias gerais de acionistas, rotineiramente, junto à CVM, quando for o caso, e em juízo, se necessário, os seus direitos e interesses, ameaçados de lesão ou já lesionados por atos ou omissões, dolosas ou culposas dos controladores e/ou administradores das companhias, às quais pertencem, na qualidade de minoritários.²⁰⁷

3.2.3 O desdobramento do princípio da equidade e os mecanismos legais do “*Tag Along*” e “*Drag Along*”

Jorge Lobo trata ainda de outro princípio que compõe as bases da governança corporativa, chamado princípio do tratamento equitativo. Ou seja, um tratamento justo e igualitário, mas considerando que há diferenças entre acionistas; daí não se dizer que o

²⁰⁷ *Idem.* p. 147.

tratamento deve ser igual para todos, mas equitativo, pois quando surgirem as diferenças, estas devem ser respeitadas para que se faça justiça ao uso das boas práticas de governança corporativa através do princípio da equidade.

O autor faz menção à adesão, pelos países, de tal princípio, mas especifica quais são as nuances do princípio do tratamento equitativo no Brasil, à luz das recomendações da CVM e do próprio IBCG, como considera:

No país, o IBCG, na cartilha denominada Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, elucida que a equidade ligada às boas práticas de governança corporativa “caracteriza-se pelo tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários, sejam do capital ou das demais ‘partes interessadas’ (*stakeholders*), como colaboradores, clientes, fornecedores ou credores. Atitudes ou políticas discriminatórias, sob qualquer pretexto, são totalmente inaceitáveis”. A pedra de toque do princípio do tratamento equitativo está na arraigada noção de que “cada ação corresponde a um voto e a um dividendo”, daí a acerba crítica ao “direito de voto duplo”, “ações com dividendos majorados sem direito de voto” (as nossas preferenciais), “limitação dos direitos de voto em assembleia”, etc.²⁰⁸

Tratamento justo e igualitário de todos os grupos minoritários (parte do controle interno) e também de colaboradores, clientes, fornecedores, credores, empregados, etc. (o que a legislação brasileira chama de controle externo ou *stakeholders*). Obviamente que o acionista majoritário, com maior número de ações, terá maiores prerrogativas no poder de controle da sociedade. Entretanto, uma coisa é manter o poder de controle com o majoritário porque este detém maior número de ações e, por conseguinte, maior número de votos. Outra bem diversa é impedir, limitar ou tornar inacessível a participação de *stakeholders* ou minoritários das decisões e nos dividendos da companhia. O princípio de que “cada ação corresponde a um voto e a um dividendo” retira de vez a possibilidade do voto censitário ou mesmo do voto duplo (nos casos dos detentores de ações preferenciais votantes). Essa não aceitação do voto duplo é mais uma forma de limitar o poder de controle desenfreado na assembleia.

Nessa questão da equidade, ou seja, um tratamento justo e igualitário entre acionistas, muitos outros conceitos devem ser analisados antes de se definir o que realmente seria um tratamento igualitário ou com equidade entre as maiorias e as minorias. Um desses conceitos importantes tem a ver com ágio no caso de alienação do controle da companhia. Na época do anteprojeto da Lei de 1976, os grandes juristas se dividiram. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, por exemplo, afirmavam que o ágio deveria pertencer

²⁰⁸ *Op. cit.* p. 147 e 148.

exclusivamente aos *acionistas controladores*.²⁰⁹ Já outra parte dos juristas tinha visão completamente contrária, como Arnoldo Wald²¹⁰, que afirmava que o ágio deveria ser partilhado, ou seja, dividido entre *acionistas os controladores da empresa e os minoritários* – mais uma regra que protegeria essa parcela mais fraca da sociedade. Nelson Candido Motta e Leslie Amendolara já tinham uma visão diferenciada, ampliando ainda mais a questão do direito ao ágio: este deveria ser dividido entre todos os acionistas da companhia (votantes ou não).²¹¹

Posteriormente, em 1996, o STJ²¹² decidiu que o ágio seria direito apenas dos acionistas votantes, ou seja, daqueles que efetivamente tinham poder de controlar através do voto, mesmo que representassem uma minoria, portanto, os preferencialistas sem direito a voto não teriam direito ao ágio.

Mas didaticamente – até mesmo para uma maior compreensão dos direitos dos acionistas minoritários e do princípio da equidade – o que vem a ser ágio e como se configura essa situação legal atualmente e em outros momentos da legislação brasileira é algo que deve ser esclarecido.

Ágio, pela concepção mais simples contida no Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais é a “*importância (diferença a mais entre o valor pago e valor nominal) que o comprador paga sobre o valor nominal de um título*”.²¹³ Por isso o ágio é também chamado de prêmio, pois se trata de uma diferença a mais, paga ao acionista que está vendendo sua ação por um preço mais alto que o valor nominal²¹⁴ subscrito nela. Na verdade é o lucro, é o ganho que o acionista tem quando vende uma ou várias de suas ações por um valor maior que o nominal, ou seja, aquele que está subscrito na ação.

O que se trata aqui é outro tipo de venda. O ágio aqui é o lucro total que o acionista controlador terá quando vender suas ações, mas não só isso, pois ao fazê-lo – já que o mesmo detém o poder de controle –, ele não vende só a propriedade de suas ações e seu direito de

²⁰⁹LAMY FILHO, Alfredo & PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Fundamentos da Reforma das S/A*, Rio de Janeiro, AEDE-SBERJ, 1976, pp. 22-23, *apud* Mauro Rodrigues Penteadó, “Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas”, *Revista de Direito Mercantil*, 76/71, ano XXVIII, 1989.

²¹⁰“A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas”, *Revista da CVM*, 4/2, n. 13, 1986, *apud* Mauro Rodrigues Penteadó, *ob. cit.*, p. 19.

²¹¹São exemplos, Nelson Candido Motta, “Alienação de controle de instituições financeiras. Acionistas minoritários. Notas para uma interpretação sistemática da Lei das S/A”, *RDM* 46/41, ano XXI, 1982; e Leslie Amendolara, *Os Direitos dos Acionistas Minoritários: com Alterações da Lei 9.457/97*, São Paulo, Ed. STS, 1998, p. 105.

²¹²REsp n. 2.276-RJ, Rel. Ministro Garcia Vieira, *in* Nelson Eizirik, *Sociedades Anônimas: Jurisprudência*, Rio de Janeiro, Renovar, 1996, pp. 367-372.

²¹³ÁGIO. *In.* Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

²¹⁴**Ação com valor nominal:** Ação que tem um valor impresso, estabelecido pelo estatuto da companhia que a emitiu. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

votar e outros direitos como acionista; ele está alienando o próprio poder de controle da companhia. Ou seja, as decisões que até então estavam sob sua custódia e que eram tomadas pelo seu grupo controlador serão repassadas a outra pessoa. Quando se aliena o poder de controle, está sendo alienado muito mais que um grande lote de ações. Toda a estrutura administrativa, estatutária e até o objeto social da companhia podem ser modificados. A situação de milhares de pessoas (acionistas minoritários e *stakeholders*) pode ruir.

Em 2001 a LSA novamente mudou o dispositivo que trata da alienação do controle da S/A. Atualmente esse dispositivo se encontra assim disposto:

Art. 254-A A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direito de subscrição de ações e de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.²¹⁵

O que esse artigo quer dispor é que o poder de controle de uma companhia pode ser alienado. Geralmente haverá um ágio nessa grande transação exatamente por não se estar comprando somente ações, mas também o poder de controlar a empresa. Daí se uma ação, por exemplo, possui valor nominal de R\$ 6,00 e os acionistas majoritários que detêm o poder de controle querem, além de vender suas ações, alienar também o poder que eles já possuem – por serem maioria – ao futuro comprador, ao invés de pedir o valor nominal de cada ação, os acionistas controladores podem exigir um ágio na venda, pedindo, por exemplo, R\$ 10,00 por ação. Se esse poder controlador possuir no exemplo citado 1 bilhão de ações, os compradores terão que desembolsar R\$ 10 bilhões de reais para comprar o lote da maioria das ações e ainda levar “de brinde” o poder de controlar a companhia, já que deterão a maioria do capital social votante.

Quando se trata de um poder de controle totalitário não há problema, pois estará acontecendo um repasse total da companhia. Entretanto, se esse poder de controle equivale a 90% das ações da companhia e os 10% restantes estão espalhados entre acionistas minoritários, por exemplo, algumas situações, em relação aos minoritários podem vir a

²¹⁵BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404consol.htm. Acesso em: 13 de setembro de 2011, às 13h40min.

ocorrer. Em primeiro lugar, esses acionistas minoritários (que, ressalte-se, não são obrigados a vender suas ações) podem querer permanecer na companhia, que terá novos donos, mas com isso poderão ter um prejuízo, pois até então aquele modelo administrativo talvez não estivesse trazendo a essa minoria nenhum prejuízo, mas o efeito surpresa, um novo modelo de administração, enfim, essa nova situação com novos proprietários pode não ser tão vantajosa para os minoritários. E é por isso que os compradores, de acordo como dispositivo legal supracitado, têm obrigação de oferecer, através de uma oferta pública, a essa minoria, a oportunidade de vender suas ações (cujo valor nesse exemplo é de R\$ 6,00) por um preço mais alto, mesmo não precisando de mais essas ações para conseguir controlar a companhia. A princípio, a ideia racional é que se o comprador está pagando R\$ 10,00 por uma ação cujo valor nominal é somente R\$ 6,00 é porque os R\$ 4,00 a mais equivalem ao direito de deter o poder de controlar a companhia. Se o comprador já comprou 90% das ações ele já detém o poder de controle. Não precisando nem sequer observar os 10% restantes.

Mas a lei não entende assim. Os 10% restantes dos acionistas minoritários podem até não querer vender suas ações, mas é obrigação de quem está adquirindo o poder de controle na transação da alienação dos títulos ofertar, de forma pública, aos demais acionistas (nesse caso os 10% minoritários) um valor para adquirir também essas ações. E, ao contrário do que possa parecer, se houve um ágio por causa do poder de controle de R\$ 4,00, as ações não foram vendidas pelo seu preço nominal. Portanto, o minoritário que quiser vender suas ações terá que receber por elas pelo menos 80% daquilo que fora oferecido ao controlador. Nesse exemplo foi oferecido ao controlador R\$10,00 por ação (pela ação somada ao poder de controlar a empresa).

Nesse caso é obrigação do comprador oferecer pelo menos R\$ 8,00 aos minoritários (os 10% restantes), apesar do valor nominal de suas ações ser só de R\$ 6,00. Os minoritários, que não vão alterar a relação de controle se houver uma alienação, têm, pelo princípio da equidade e da proteção ao minoritário, o direito de receber uma proposta que lhes renda algum ágio, mesmo não tendo o poder de controle, que é do majoritário; este sim receberá 100% do ágio pela alienação do seu poder de controle. Mas o minoritário, ou para vender suas ações ou para suportar as mudanças que podem ser radicais na nova administração, recebe um prêmio, um ágio menor ou até mesmo um ágio igual, pois a lei dispõe “no mínimo 80%”, o que não impede que todas as ações da companhia, para algum comprador que queira ter o poder de controle totalitário da sociedade, sejam vendidas pelo mesmo valor, no exemplo, R\$ 10,00 cada ação.

Esse é o momento propício para colacionar as explanações de Vinícius Figueiredo Chaves, advogado renomado e especialista nessa área do direito empresarial, tendo inclusive cursado o TOP VI (Programa de Treinamento de extensão em Mercado de Capitais), de iniciativa e criação da BM&F, BOVESPA e CVM. O advogado, em seu artigo “Os mecanismos de *Tag Along* e *Drag Along* e a possibilidade de sua utilização nas sociedades limitadas”, traz bem a diferença entre esses dois importantes institutos (*Tag* e *Drag Along*’s), além de demonstrar com mais eficácia a importância dessas garantias resguardadas aos minoritários, *ipso facto*:

O *tag along* e o *drag along* são mecanismos utilizados nas operações que envolvem a alienação de participação societária, especialmente nas ofertas de aquisição de controle, ou seja, a aquisição de ações com direito a voto, em quantidade suficiente para assegurar o exercício do controle das sociedades anônimas de capital aberto. Na verdade, ambos são instrumentos de proteção, ainda que o centro de interesses tutelados por eles sejam opostos.

Tag along

Segundo o Art. 254-A da Lei 6.404/76, a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

O *tag along* é um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de uma companhia. Obriga o acionista controlador a somente alienar suas ações para os interessados que se disponham a também adquirir as ações de titularidade dos minoritários, por preço idêntico ou percentual previamente fixado sobre o preço oferecido pelas suas ações. Consiste em uma espécie de direito de adesão dos minoritários à venda do controle societário, de forma que a estes também se estendam as vantagens do negócio. Assim, a oferta não poderá se limitar às ações que, por si só, possibilitem a assunção do controle da companhia. O interessado na aquisição estará obrigado a estendê-la também aos minoritários.²¹⁶

O autor trata do mecanismo do *tag along*²¹⁷, ou seja, numa espécie de direito que o minoritário tem de aderir a oferta feita pelo controle que é só do majoritário. Esse mecanismo, como foi exposto, encontra-se previsto na LSA. Após tratar desse primeiro mecanismo de alienação do poder de controle, o autor faz menção também a uma segunda situação, porém com mecanismos inversos, pois o *drag along* seria um tipo diferente de proteção que, *a priori*,

²¹⁶CHAVES, Vinícius Figueiredo. Os mecanismos de *tag along* e *drag along* e as possibilidades de sua utilização nas sociedades limitadas. *Direito em Debate*. Disponível em <<http://laweconomicsbolg.blogspot.com/2009/07/os-mecanismos-de-tag-along-e-drag-along.html>>, Acesso em: 13 de setembro de 2011, às 14h.

²¹⁷**Tag along:** Direito que garante aos acionistas minoritários, no caso de venda do controle da companhia, as mesmas condições de oferta dadas aos controladores. Em caso de privatização, por exemplo, os acionistas minoritários teriam direito a receber por suas ações o mesmo prêmio pago em leilão aos controladores. Este direito foi retirado da Lei das Sociedades Anônimas na reforma de 1997, com o objetivo de facilitar o processo de privatizações. Está prevista em projeto, no entanto, a sua inclusão na nova lei das S/As. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

protegeria o majoritário, mas que não deixaria de cumprir rigorosamente a porcentagem da oferta a maior, contida no art. 254-A da LSA, ao minoritário. O autor assim assevera:

Drag Along

Como reverso da moeda, o *drag along* destina-se não à proteção dos interesses dos minoritários, mas justamente do interesse do próprio controlador, nos casos em que eventuais compradores, não simpatizantes em manter minoritários na sociedade que almejam controlar, pretendem adquirir a totalidade das ações da companhia.

O *drag along* também conhecido como direito de arraste, confere ao controlador o direito de exigir que os demais acionistas alienem as suas ações ao proponente, isto é, obriga os minoritários a venderem as suas ações em conjunto com as do controlador, por preço idêntico ou percentual sobre o preço oferecido pelo proponente da oferta ao controlador.

A existência deste mecanismo amplia o número de eventuais interessados na aquisição da sociedade que o utiliza, já que constitui dispositivo fundamental para aqueles investidores que não desejam conviver com minoritários. Assim, torna mais atrativa a companhia-objeto de aquisição do controle, do ponto de vista da redução dos conflitos internos de poder que normalmente ocorrem entre controladores e minoritários.²¹⁸

Como se pode observar, o *drag along* consiste no fato legal de ter o comprador que estender a oferta de compra das ações também aos minoritários em no mínimo 80% daquilo que fora oferecido ao controlador, apesar de o minoritário não deter poder de controle na sociedade; essa é, sem dúvida, uma prerrogativa do minoritário que a lei lhe conferiu. Já no caso do *drag along*, que ocorre geralmente quando o comprador quer adquirir a totalidade do capital votante da empresa, a oferta do 254-A, da LSA, tem que ser mantida, os valores e patamares são os mesmos, mas aí quem tem que aderir à proposta de venda é o minoritário, podendo, em razão disso, pedir ao comprador valor idêntico ao pago pelas ações dos controladores da sociedade. Na verdade, essa segunda proteção traz garantias ao minoritário, pois o valor de suas ações é maior que o nominal e também traz vantagens ao controlador que, querendo alienar seu poder de controle, poderia não conseguir, pois estaria pendente à vontade do minoritário, que poderia não aceitar vender suas cotas.

Esses dois mecanismos ressaltam ainda mais o princípio da proteção ao minoritário e da equidade, ou seja, de proteger os menos favorecidos dentro da S/A e não de dar tratamento igualitário a todos. Alguns artigos de lei, como o citado 254-A da LSA, demonstram a tentativa do legislador em proteger de alguma forma o patrimônio das partes mais fracas ligadas a um negócio considerado tão arriscado que é o investimento em sociedades acionárias. Esses dois princípios, somados, são claramente o cartão postal da cartilha das boas práticas de governança corporativa adotada pela CVM.

²¹⁸*Ibidem.*

3.2.4 O princípio da transparência e as responsabilidades e direitos do administrador

O próximo princípio regente da governança corporativa adota pela CVM em sua cartilha é um dos mais importantes princípios estampados nas práticas de governança; trata-se do princípio da transparência. Essa transparência não é só interna, dentro da sociedade, entre acionistas controladores e demais acionistas. É a transparência de qualquer prática que possa atingir qualquer pessoa que de alguma forma interfira no mercado de capitais. É a divulgação obrigatória de qualquer informação que afete o mercado de uma forma ou de outra. Sobre esse princípio, Jorge Lobo faz algumas considerações:

Um dos pilares da governança corporativa, o princípio da transparência visa assegurar, aos acionistas minoritários e preferencialistas, investidores de mercado, em especial os institucionais, financiadores e fornecedores de bens e de serviços, rápido e seguro acesso às informações relevantes sobre fatos, atos e negócios jurídicos realizados pelas sociedades empresárias.

(...)

O princípio da transparência atende também aos interesses de potenciais investidores, sobretudo quanto à avaliação do preço das ações, as perspectivas de rentabilidade do negócio, aos mecanismos utilizados na tomada das principais decisões, à forma de remuneração global ou individual dos executivos e seu alinhamento com os interesses da companhia e dos acionistas, etc., o que levou a SEC (a CVM americana) a editar normas regulamentares para garantir a “lealdade do mercado” (*market fairness*) e a atuar na identificação, investigação e punição de fraudes contábeis, financeiras e corporativas.²¹⁹

O que se observa das lições do professor Jorge Lobo é que o princípio da transparência não está restrito ao fornecimento de informações sobre a contabilidade e a administração financeira da companhia. É mais que isso; esse princípio representa a obrigatoriedade de uma prestação de contas pormenorizada de cada ato administrativo que interfere na vida da companhia e de todos a ela de alguma forma associados. Essa transparência inclusive é muito visível no momento em que a lei trata da auditoria externa obrigatória.

Esse princípio, dentro das boas práticas de governança corporativa, é o responsável por evitar fraudes contra credores, fraudes na administração e no poder de controle, acordo de acionistas que sejam prejudiciais aos interesses da companhia e que privilegiem somente um grupo de acionistas e seus interesses particulares; enfim, esse princípio e os demais compõem todos os mecanismos contidos nas instruções editadas pela CVM de um comportamento ético, moral e honesto pelo qual devem se pautar o conselho de administração, a diretoria e o próprio conselho fiscal. E nesse sentido o autor ainda comenta:

²¹⁹*Op. cit.* p. 148.

No país, o IBGC recomenda que as companhias dêem amplo destaque e se empenhem na divulgação de todas as informações disponíveis, ressaltando que “as informações devem ser equilibradas e de qualidade, abordando tanto os aspectos positivos quanto os negativos, para facilitar ao leitor a correta compreensão e avaliação da sociedade. Toda informação que possa influenciar decisões de investimento deve ser divulgada imediata e simultaneamente a todos os interessados. Internet e outras tecnologias deve ser exploradas para buscar a rapidez e larga difusão de tais informações”.

(...)

Consoante anota, de início, Marta Barcellos, “obrigatória e nos prospectos e candidata a integrar os relatórios da administração, seção Fatores de Risco extrapola funções legais para se tornar um diferencial de transparência”, para, a seguir, esclarecer: “(...) muitas companhias avançam nas suas práticas internas de gerenciamento e análise de riscos. E (...) começam a ver vantagens em manter o mercado informado sobre cada detalhe que possa influenciar negativamente suas ações”, e, afinal, arrematar: “a divulgação de análises e informações adicionais sobre riscos pressupõe um monitoramento mais sofisticado, que interesse aos analistas e investidores”.²²⁰

Na verdade, as práticas de transparência são de interesse das companhias, pois quanto mais transparente for sua administração, mais investidores essa companhia atrairá, pois pressupõe ser de confiança, ser sólido seu capital, ser um negócio menos arriscado. A claridade nas informações é fundamental para que um investidor que só visa ao lucro opte por comprar ações de uma ou outra companhia.

Outro importante princípio da boa governança corporativa é o da independência dos administradores. A LSA disciplina de forma taxativa que todas as companhias abertas, as sociedades de economia mista e as sociedades de capital autorizado devem possuir os dois órgãos administrativos: o conselho de administração e a diretoria. O primeiro como órgão colegiado deliberativo e o segundo como ente responsável pela gestão da empresa, ou seja, a execução dos atos deliberados. Essa obrigatoriedade da existência do conselho de administração é que faz com que os acionistas minoritários possam participar efetivamente das deliberações administrativas, se elegerem um de seus representantes para o conselho. Tanto o conselho quanto a diretoria têm um único fim: fazer com que a companhia estabeleça e realize o seu objeto, cumprindo também sua função social de forma independente e autônoma. Jorge Lobo leciona também sobre esse princípio e dispõe o seguinte:

Por isso, a doutrina, nacional e estrangeira, vem pregando que é absolutamente indispensável que as companhias elejam conselheiros independentes, que não tenham vínculo de espécie alguma nem com os controladores, nem com os minoritários, nem com a própria sociedade, o que lhes permitirá proferir decisões baseadas exclusivamente nos interesses dos acionistas e investidores do mercado; julgar os atos dos diretores executivos com isenção com fundamento em pareceres

²²⁰*Idem.* p. 149.

técnicos do conselho fiscal, da auditoria interna e dos auditores independentes; questionar, “sem pudores”, tudo o que se refere à gestão interna dos negócios sociais; não fraquejar diante de pressões expressas ou subliminares do presidente da CA, etc.

(...)

Anote-se que o IBGC recomenda que os conselheiros independentes não tenham qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital; não sejam acionistas controladores ou membros do grupo de controle, cônjuge ou parente até segundo grau destes, ou vinculados a organizações relacionadas ao acionista controlador; não tenham sido empregados ou diretores da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias; não estejam fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente serviços e/ou produtos à sociedade; não sejam cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade e não recebam outra remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro (dividendos oriundos de eventual participação no capital estão excluídos desta restrição).²²¹

Na verdade, esse princípio visa tornar totalmente imparciais os conselhos administrativos deliberados dentro das companhias. Ou seja, além de aumentar a tecnicidade das decisões – pois grandes profissionais de economia, contabilidade, administração de empresas e do direito poderão ser contratados para compor esse conselho –, a imparcialidade também será aumentada, pois os conselheiros independentes, os administradores independentes não têm interesse em privilegiar uns em detrimento de outros; estão ali, recebendo uma remuneração, para utilizar seus conhecimentos técnicos e de mercado naquilo que for o melhor para a administração daquela companhia. Daí a exigência do desvínculo total com o poder de controle da companhia.

O conselho de administração deve agir com independência e também com responsabilidade e, como bem nomeia a legislação alienígena, com *fairness* (senso de justiça e equidade), com *disclosure* (transparência)²²², *compliance* (obediência e cumprimento de leis, regulamentos e estatutos sociais) e com *accoutability* (com a devida prestação de contas de cada um de seus atos).

Sobre a responsabilidade dos administradores, Jorge Lobo somente sintetiza o que a legislação pátria impõe:

De acordo com a Lei de Sociedades Anônimas, o administrador (a) “deve empregar, no exercício de suas funções, cuidado e diligência que todo o homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios” (art. 153, dever de diligência); (b) “deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os negócios” (art. 155, dever de lealdade); (c) “de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de

²²¹ *Idem.* p. 150.

²²² **Disclosure:** Transparência da empresa. É um termo geralmente utilizado pelo mercado financeiro, especialmente no caso da postura de empresas e instituições financeiras que tenham títulos no mercado de capitais. A obrigação que a empresa tem de informar todas as questões relacionadas à sua situação econômica e financeira, e de seus títulos, ao mercado. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

sociedade controladas ou do mesmo grupo econômico, de que seja titular” (art. 157, dever de informar); (d) não deve “intervir em qualquer operação em que tiver interesse conflitante com o da companhia” (art. 156, dever de abster-se de participar de situações de conflito real ou potencial de interesses)²²³

Observando-se essas responsabilidades dos administradores independentes, que também são as mesmas dos administradores acionistas, caso a companhia não faça a opção por trazer administradores independentes para seu conselho de administração ou sua diretoria, conclui-se que a Lei 6.404/1976, principalmente após os acréscimos trazidos pelas Leis 9.457/1997 e 10.303/2001, atualmente encontra-se inspirada no modelo das boas práticas de governança corporativa. Essas duas leis, que acrescentaram novos artigos ao texto original, entretanto, acabaram por criar uma redação disciplinar para a atual LSA, que privilegia os dois objetivos fundamentais de qualquer legislação societária moderna.

A atual LSA, portanto, dispõe de diretrizes que fortalecem os dois objetivos: o de consolidar ainda mais o poder do acionista controlador e, através de medidas que assegurem direitos e garantias, o de obter também os investimentos feitos por muitos acionistas minoritários. Assim, a atual legislação tanto favorece e fortalece os poucos e grandes investidores (que serão os acionistas controladores), como também os muitos e pequenos investidores que arriscam suas poupanças populares em ações de grandes companhias (que são os milhares de minoritários).

Os grandes acionistas, ou seja, aquelas poucas pessoas (físicas ou até jurídicas) que fazem um alto investimento na companhia, sempre foram privilegiados, pois o capitalismo assim sempre se comportou. Entretanto, os pequenos poupadores, que se contam aos milhares, aos milhões, que até então buscavam outras maneiras de investir suas poupanças, passaram a acreditar mais nos investimentos em ações, depois de serem consolidados esses princípios de governança, em que todos na companhia, de alguma forma, são contemplados, em que a administração, a gestão da empresa, é voltada para um sistema protecionista do hipossuficiente (o pequeno investidor, o pequeno credor, os empregados, etc.). E erra muito quem afirma que as práticas de governança corporativa vão de encontro com as práticas capitalistas.

Desse modo, a princípio, pode até parecer que essa proteção é só o reflexo de uma administração democrática e justa. Posteriormente, depois que se observa a fundo e de forma mais criteriosa, é que se percebe que os mecanismos de governança corporativa fazem parte de um moderno e novo capitalismo inteligente. Proteger os grandes milionários, donos da

²²³ *Idem.* p. 151.

maior parte do capital, presidentes das grandes companhias, é algo muito óbvio. Agora proteger os pequenos parece, inicialmente, um protecionismo populista, paternalista, mas essa não é a ideia central.

Esses mecanismos de governança tratavam da função social do empresariado, da equidade, da proteção às minorias e aos *stakeholders*, da transparência, da responsabilidade do administrador, e isso tudo é muito salutar, pois não há mais propriedade privada absoluta sem se observar primeiro a função social que essa propriedade possui. Entretanto, nunca houve um capitalismo tão sólido, tão tenaz, tão fortalecido como o atual, que protege até as minorias e que fala de responsabilidade social. Isso também é uma propaganda, também é um convite ao pequeno investidor, que passa a ser valorizado, que passa a ser ouvido e que, portanto, passa a ter coragem de se voltar para o mercado acionário com sua pequena poupança popular.

3.2.5 Princípios da razoabilidade e da função social da empresa

O princípio da razoabilidade dá uma ideia inicial de adequação, idoneidade, aceitabilidade, logicidade, equidade. Ou seja, é a interpretação da lei sob esses parâmetros. Os administradores das S/A devem agir com discricionariedade, mas não podem por outro lado deixar de cumprir seus deveres com diligência e o devido cuidado, dentro do aceitável, nos limites de suas responsabilidades. Assim, os administradores têm funções, atribuições, poderes e devem exercê-los com diligência e probidade, da forma mais correta possível. Mas também têm deveres, obrigações, responsabilidades que devem ser cumpridos com cautela, zelo e com retidão, sob pena de agir além ou aquém daquilo que lhes é devido; e quando isso ocorre surgem as sanções e a responsabilização dos mesmos.

O princípio da razoabilidade ou da proporcionalidade, sob esse enfoque, se equipara muito ao princípio da razoabilidade das decisões da administração pública. Pois, nesse caso, o administrador pode agir com certa discricionariedade, ou seja, tem um certo limite que pode ou não ultrapassar, mas não pode fazer nada além daquilo que a lei permita. Dentro de uma sociedade anônima é igual. O administrador não está ali para decidir sobre um pequeno patrimônio ou investimento pessoal seu. Mas para definir qual o melhor caminho a tomar em relação a um grande patrimônio coletivo, que não lhe pertence. Isso importa em dizer que sua cautela deve ser redobrada e que arriscar não é algo que esteja sob seu poder de controle. Certos riscos o administrador de uma S/A não pode se dar o luxo de correr. Sua missão maior

é produzir resultados, mas correndo riscos que vão só até o nível razoável. Os grandes riscos o administrador não tem o poder de correr. Não é de sua competência.

Jorge Lobo cita importantes artigos da LSA que estampam esse princípio e depois exemplifica casos em que os riscos corridos foram razoáveis e bem-sucedidos, a saber:

Com efeito, atento exame dos arts. 153 a 157, da LSA, autoriza afirmar que, fiel aos cânones do “sistema aberto de direito”, a lei instituiu “modelos éticos de conduta” – “condutas exigidas” (arts. 153 a 155 e 157) e “condutas proibidas” (art. 156) – com o objetivo de pautar o comportamento dos administradores na consecução do seu mister de “produzir resultados” com o tirocínio e prudente arbítrio, conforme o paradigma de Drucker: “a missão institucional do administrador é produzir resultados”, correndo riscos razoáveis, acrescento.

É curial que a observância estrita (e acanhada) dos deveres de diligência e cuidado dificulta e, por vezes, impede a companhia de “produzir resultados lucrativos”, razão pela qual, mitigando o rigor dos deveres de diligência e cuidado, há o “prudente arbítrio”, a “discrecionabilidade esclarecida”, que se manifesta através da “ponderação” dos “prós e contras” dos atos dos administradores no exercício diuturno de suas atribuições e poderes de gestão interna e representação.

(...)

Eis alguns exemplos marcantes:

A Nutrella, empresa gaúcha fabricante de pães e bolos, atividade que conhece e exerce há muitos anos, porém que “impõe limites ao crescimento”, viu-se compelida a “arriscar-se num mercado maior, mas desconhecido”, dominado por “marcas tradicionais e líderes do seu setor, como Pullman e Seven Boys”. Consciente que precisava inovar, a Nutrella, diz Daniel Neitzke, diretor *de marketing* e filho do fundador, aceitou o desafio e venceu, correndo riscos razoáveis, porquanto o faturamento, de R\$ 37 milhões em 2000, passou para R\$ 112 milhões em 2004.²²⁴

Outros tantos exemplos de aumento de capital, de incorporação de empresas menores por maiores, de ampliação do objeto social da empresa, buscando novos setores, são constantes. São exemplo de atividades administrativas ousadas, mas dentro dos riscos da razoabilidade. A discrecionabilidade aqui não pode ser ilimitada, pois os interesses que estão em jogo não são próprios ou particulares dos administradores; envolvem centenas, milhares e até milhões de outros interesses.

Um dos últimos princípios que regem a governança corporativa, citados por Jorge Lobo, é o conhecido e já comentado princípio da função social da empresa. Aqui vários axiomas são tratados: questões ambientais que devem ser respeitadas e priorizadas pelas grandes empresas; o desenvolvimento sustentável para evitar a agressão ao meio ambiente e aos recursos naturais; a extração de recursos naturais para garantir um futuro mais saudável para as próximas gerações; o zelo que as grandes companhias têm que ter com seus empregados, com as incumbências trabalhistas e com a própria comunidade onde atuarem; o próprio bem-estar coletivo e os propósitos humanitários e filantrópicos aos quais a empresa

²²⁴*Op. cit.* p. 152.

deve se prestar; etc. Aqui o princípio da função social da empresa, ou da propriedade privada, ou a revolução do empresariado podem se estampar de várias formas, extrapolando assim o mero objetivo imediato de qualquer empresa, que é o de se limitar à maximização de lucros e os ganhos de capital dos acionistas. Portanto as grandes sociedades anônimas atuais já trazem consigo grandes fundações com propósitos educacionais, filantrópicos, ambientais, para o auxílio e a formação de seus empregados e suas famílias, etc.

A chamada revolução do empresariado do século XXI ou do empresariado moderno, vinculada ao tratado de Kioto de 1997 e agora o recente encontro em Copenhague, em dezembro de 2009, versam também sobre a proteção do meio ambiente e da exportação de poluição dos grandes países industrializados. Apesar da não adesão dos EUA e da China, mas apenas de um compromisso em tentar melhorar a qualidade do ar desses países, que são os mais poluídos em razão da quantidade de fábricas, as empresas de todo o mundo, inclusive as norte-americanas, têm se esforçado cada vez mais para proteger o meio ambiente. Isso não é só consciência ambiental, mas já faz parte das boas práticas de governança corporativa, colocando em prática o princípio da função social da empresa.

Assim finaliza Jorge Lobo sua explanação dos princípios das boas práticas de governança corporativa, tratando do princípio da função social da empresa:

Por fim, o IBGC, em seu Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, afirma: “Conselheiros e executivos devem zelar pela perenidade das organizações (visão de longo prazo, sustentabilidade) e, portanto, devem incorporar considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações. Responsabilidade Corporativa é uma visão mais ampla da estratégia empresarial, contemplando todos os relacionamentos com a comunidade em que a sociedade atua. A ‘função social’ da empresa deve incluir a criação de riquezas e de oportunidades de emprego, qualificação e diversidade da força de trabalho, estímulo ao desenvolvimento científico por intermédio de tecnologia, e melhoria da qualidade de vida por meio de ações educativas, culturais, assistenciais e de defesa do meio ambiente”.²²⁵

Todos esses princípios refletem aquilo que o IBGC e a CVM entendem como a governança corporativa que deveria predominar no Brasil. O porquê dessa afirmação é bem simples: 1) nem todas as empresas brasileiras seguem à risca todas essas regras, ao contrário, esses são princípios teóricos do estado de *dever ser*, ou seja, aquilo que um dia pretende-se implantar em todo o sistema administrativo das sociedades anônimas brasileiras; 2) esse modelo de governança corporativa, com todos esses princípios reunidos, seria na verdade a mistura dos dois modelos existentes, implantando-se em alguns momentos umas partes de um

²²⁵*Ibidem.*

e em outros momentos umas partes de outro, ou seja, seria um modelo de governança corporativa mais apropriado para as sociedades anônimas brasileiras ou latino-americanas.

3.3 OS MODELOS DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E SUAS FASES: “SHAREHOLDERS” e “STAKEHOLDERS”

Atualmente, existem dois modelos bem distintos de governança corporativa, cada um com variações de acordo com o tipo predominante de companhias que abarcam. São eles o modelo anglo-saxão e o modelo nipo-germânico. Aline de Menezes Santos trata de cada um deles separadamente, como se pode colacionar de seu estudo:

No modelo anglo-saxão, as participações acionárias são pulverizadas, evidenciando a separação entre propriedade e controle empresarial, segundo o modelo clássico na obra de Berle e Means. Observa-se a presença de um mercado de capitais forte e ativo, que garante a liquidez dessas participações acionárias por meio de regras rígidas de transparência, divulgação periódica de informações e sanções ao uso de informações privilegiadas, que submetem os administradores da companhia a uma disciplina severa. Não há, pois, necessidade de monitoramento direto: o mercado – ou seja, o acionista futuro, seja ele investidor especulador, rendeiro ou institucional – já se encarrega de fazê-lo.²²⁶

Nesse tipo de modelo de governança, o mercado já polícia os administradores; os preços de negociação das ações em bolsa de valores são responsáveis já por transmitirem o tipo de administração que cada companhia vem fazendo e se está sendo próspera. O maior fiscalizador dessas administrações é o próprio mercado e é exatamente por isso que ele está sendo constantemente estimulado. Esse modelo predomina na Inglaterra e, principalmente, nos EUA. Esse modelo considera apenas os acionistas como proprietários das empresas, sendo eles, portanto, os destinatários dos resultados das atividades empresariais, desempenhadas pelo administrador independente exclusivamente em benefício desses acionistas, destinando-se a aumentar o valor de suas participações. Ou seja, quem já tem ações, lucra muito e retira parte desse lucro para reinvestir na companhia, aumentando ainda mais o capital social desta. Esse modelo é o chamado *shareholder*, que é aquele no qual a administração da companhia tem apenas controle interno, ou seja, os administradores respondem apenas aos já acionistas e não têm que dar satisfações ao mercado, a empregados, à comunidade, aos investidores. O futuro investidor dessas companhias já é acionista delas e

²²⁶Op. cit. p. 188.

quando houver um aumento do capital social da empresa, eles é que vão integralizar esse novo capital – com aquilo que a própria empresa fornece como dividendos ou lucros.

Da mesma forma Aline de Menezes analisa o conhecido modelo de governança corporativa nipo-germânico, que é o mais adequado a situações econômico-financeiras idênticas à de países como o Brasil, *ipiso verbis*:

No modelo nipo-germânico a propriedade empresarial vem concentrada e bem definida, marcada pela presença de acionistas controladores com largas participações acionárias, de longo prazo. Países com essa estrutura de propriedade geralmente apresentam mercados de capitais frágeis, com padrões mais relaxados de transparência e divulgação de informações. Os acionistas reduzem seu risco colhendo informações necessárias às suas decisões junto às administrações das empresas.

No sistema nipo-germânico tradicional o mercado de aquisição de controle é fraco e pouco atuante como fiscal da performance dos administradores das empresas. Esse monitoramento é feito por mecanismos internos de participação cruzada, detidas por outros agentes econômicos, como instituições financeiras e empresas industriais. Observa-se um estímulo à manutenção da concentração da propriedade acionária em razão da possibilidade de se extrair vantagens dessa posição de controle acionário. É o modelo prevacente na Alemanha, Japão e maioria dos países da Europa Continental e Latino-americanos. Estes últimos distinguem-se também pela presença de grandes empresas familiares.²²⁷

O segundo modelo, como bem observou a autora, é mais adaptado ao sistema em que existe um poder controlador dentro da empresa. O controle não é pulverizado, pois sempre haverá um acionista detentor de um grande lote de ações que se faz majoritário, por si só, ou pelo chamado acordo de acionistas. Daí a importância de se tentar, nesse modelo nipo-germânico, trazer um equilíbrio do controle interno (majoritário e minoritários) e do controle externo (empregados, comunidade, investidores, fornecedores, etc.). Tanto os interesses dos acionistas, quanto os interesses de outros grupos afetados pela atividade empresarial são contemplados nesse modelo. Por isso, esse modelo é o chamado *stakeholder* (controle externo). Importantes traços desse modelo são apontados frequentemente e estão atualmente contemplados na LSA brasileira, como no caso do *accountability* e do *disclosure* – a prestação de contas e a transparência administrativa.

É fato, entretanto, que com a globalização de tudo, inclusive da informação e da economia, um mundo cada vez mais competitivo e sem fronteiras acabará provocando uma convergência desses dois modelos. As economias mundiais estão cada vez mais ilimitadas, e manter essa diferenciação e essa distância é não saber se adequar às mudanças do mercado internacional, que promete inovações gigantescas na próxima década. Muitos doutrinadores

²²⁷ *Idem*. p. 189.

afirmam não ser possível a unificação desses dois modelos em um só, outros afirmam que um se sobreporá em relação ao outro, mas tudo isso fica no campo das especulações.

É exatamente isso que está ocorrendo atualmente no Brasil. As grandes empresas e os grandes empresários brasileiros que estão cada vez mais percebendo essa globalização econômica estão se adequando ao novo mercado internacional ou estarão fadados a pedido de recuperação judicial. A fusão de grandes bancos demonstrou isso nos últimos anos, para se manter em atividade e continuar a competir no cenário internacional com os grandes bancos.

Com essa realidade a questão que se levanta é: como não participar desse mercado internacional e continuar crescendo economicamente? É simplesmente impossível. Nas lições de Aline de Menezes resta clara a importância da uniformização dos modelos de governança corporativa e de como é fundamental atuar junto a grandes mercados estrangeiros, como o norte-americano, por exemplo, para viabilizar o crescimento financeiro, econômico e empresarial interno, como se observa:

Cabe reconhecer que a crescente importância do mercado financeiro norte-americano como fonte de recursos para empresas do mundo inteiro e a atuação de investidores institucionais no sentido de pressionarem por padrões globais uniformes de transparência nos demonstrativos econômico-financeiros, bem como de estimularem a disseminação de sua cultura institucional em termos de controle corporativo, são forças poderosas a favor da convergência. Em vários países já se observa a adoção progressiva do modelo anglo-saxão, com elevação do nível de proteção do investidor (inclusive por modificações na legislação societária) e aumento de dispersão acionária, acelerado, em muitos casos pelo processo de privatizações.

Mesmo nos países anglo-saxões a discussão sobre governança corporativa atravessou três principais fases, todas marcadas pela preocupação com a competitividade, estrutura de poder e com a distribuição dos ganhos da atividade empresarial.²²⁸

Essas três fases a que se refere a autora ocorreram respectivamente nas décadas de 1980, 1990 e 2000. E cada uma delas teve seu traço fundamental e marcante. Na década de 1980, a ênfase maior estava na discussão das vantagens competitivas, pois a economia norte-americana atravessava nessa época uma fase de perda de competitividade ante as indústrias japonesa e alemã. Como essa era a principal preocupação da década, aos poucos, no mercado norte-americano, foram surgindo novas categorias de investidores; essas categoriais se identificavam mais com os administradores de recursos e se preocupavam mais em maximizar retornos sobre uma carteira extensa e diversificada e não só sobre uma única empresa. Isso reaproximava o investidor acionista de sua posição de proprietário, que tinha a função de monitorar e garantir dos administradores independentes maior prestação de contas de suas

²²⁸*Op. cit.* p. 190 e 191.

administrações, ou seja, mais eficiência, fazendo assim com que os administradores fossem capazes de maximizar a capacidade de criação de riquezas das sociedades anônimas, integrando em sua administração objetivos de curto e também de longo prazo.

A governança corporativa na década de 1990 teve um forte debate em torno de métodos que corrigissem a participação e o envolvimento institucional de certos investidores que, com sua passividade, acentuavam ainda mais o desequilíbrio de poder entre os órgãos societários das grandes companhias. Foi nessa década que surgiu a ideia central de completar o monitoramento do mercado por meio de uma vigilância institucional mais ativa, estimulando mecanismos internos de alinhamento de interesses entre acionistas e seus administradores, como ocorreu na época, por exemplo, com os métodos de remuneração variáveis ou os incentivos aos administradores. Isso fortaleceu a estrutura de poder dentro da companhia, pois outras instâncias societárias foram identificadas e estas serviram para contestar o poder das administrações; nessa época foram abertos mais conselhos de administração, conselhos fiscais, etc. Nos países de modelos anglo-saxão a tendência maior foi a de vincular a remuneração dos altos executivos e administradores ao desempenho que as ações da companhia por eles dirigidas tinham no mercado, alinhando-se assim os interesses entre os administradores e os acionistas para estimular uma melhor performance por parte da administração.

O fim dos anos 1990, início da década de 2000 foi marcado pela reação das demissões provocadas pela reestruturação societária e pelo processo de concentração empresarial como um dos panoramas no cenário mundial. Do outro lado, inicia-se o questionamento dos altos salários dos executivos administradores de grandes companhias, vindo à tona grandes esquemas de fraudes em companhias norte-americanas de renome internacional. Nessa época, na Alemanha, os laços entre os grandes bancos e as empresas – uma importante característica do modelo de governança corporativa nipo-germânico – sofreram fortes abalos. Os bancos passaram a flexibilizar seus investimentos e reduzir sua participação dominante nas grandes empresas; estas, por sua vez, aumentaram a participação de fundos de investimentos em seu capital para suprir a retirada de capital dos bancos. E aqui é importante colacionar as lições de Aline de Menezes sobre os modelos *shareholder* e *stakeholder*, apontando as tendências da época, *ipsis litteris*:

No Japão e em certos países da Europa ganha força a ideia de que a empresa não deveria pautar suas atividades apenas pelos interesses dos acionistas, mas também pelo de outros grupos – tais como os empregados, fornecedores, clientes, o Estado e a comunidade em geral (os *stakeholders*) – que também sofrem o impacto das decisões tomadas pela empresa.

O sistema *stakeholder* apresenta inegáveis vantagens ante o sistema *shareholder*, com destaque quanto à qualidade dos empregados, ao ambiente na empresa, ao nível dos investimentos e ao monitoramento dos administradores por parte de acionistas.²²⁹

A Constituição de 1988 trouxe importantes princípios mais tarde aprimorados para a legislação das S/A e que foram a grande base para novos diplomas legais da área cível e especificamente do direito empresarial, que se tornaram mais preocupados com questões coletivas, com a probidade, a moralidade, a ética e outras tantas atitudes que hoje são mecanismos claros da governança corporativa e de qualquer relação comercial ou contratual.

Na década seguinte, em 1997, surgiu importante lei que disciplinou, através de novos artigos, modificações substanciais na LSA. A Lei n. 9.457/97 refletia o panorama político, econômico e financeiro do Brasil na época, que passava por grandes modificações que renderiam ao Brasil um lugar de destaque nos próximos anos. A citada lei tinha o escopo de facilitar o processo de privatizações e o conseqüente ajuste na estrutura acionária das empresas que compunham o sistema financeiro nacional.

Nesse ponto a autora Aline de Menezes faz importante observação acerca da contraposição contida na LSA e suas modificações após 1997, no que concerne às relações de poder, *in verbis*:

Fica, assim, evidenciada uma contradição entre os dois objetivos que fundamentaram a vigente legislação societária: fortalecer a grande empresa que tem condições de recorrer ao mercado de capitais, o que significa inclinar-se para o controlador e, ao mesmo tempo, fortalecer o mercado de capitais de risco, atraindo a poupança popular por meio de medidas que assegurem os direitos e os investimentos dos acionistas minoritários.²³⁰

O que a autora não ponderou foi que sob a ótica da governança corporativa, principalmente sob o aspecto do modelo nipo-germânico, não há contradição na legislação brasileira. O controlador tem sempre que ser fortalecido e respeitado, já que ele existe e o sistema empresarial acionário brasileiro não é pulverizado como o norte-americano, por exemplo. Entretanto, o controlador, no sistema acionário brasileiro, não é capaz sozinho de investir na empresa a ponto de fazê-la crescer e torná-la competitiva no mercado internacional; daí entra o apelo à poupança popular; e para isso assegurar garantias e direitos ao minoritário se faz essencial senão este verá o mercado acionário com riscos excessivos e não terá motivos para nele adentrar, pois as vantagens seriam reduzidíssimas.

²²⁹ *Op. cit.* p. 190 e 191.

²³⁰ *Idem.* p. 193.

3.4 A GOVERNANÇA CORPORATIVA CODIFICADA

Na década de 1990, surge no Brasil o IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa), que logo passou a introduzir, junto com a CVM, os mecanismos de governança nas práticas empresariais brasileiras. Foi para isso criado o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, e as significativas mudanças no panorama econômico e político da década de 1990 contribuíram muito para que essas práticas fossem aqui introduzidas. Essa década marcou importantes mudanças institucionais no país e se atualmente tem-se um ambiente econômico destacadamente modificado, em ascensão e capaz inclusive de sobreviver ileso a fortes crises econômicas que ocorrem em grandes mercados como o norte-americano, tudo se deve a essas mudanças iniciadas na década de 1990.

A partir de 1994, com a estabilização econômica da moeda brasileira e com o conseguinte aumento da atratividade da economia nacional que o país, efetivamente, começou a crescer. Mas havia ainda o medo de se investir aqui, pois a atratividade era grande, mas a solidez da moeda e do mercado era ainda muito recente. Enquanto isso o cenário internacional se modificava significativamente, sendo característica principal desse novo cenário a rapidez e mobilidade dos fluxos de capital. A estabilização econômica nesse cenário internacional foi um verdadeiro presente à economia e às grandes companhias brasileiras.

Mas as mudanças não paravam por aí. Outro fator importante que tinha que ser modificado urgentemente para que o Brasil pudesse ser um país atraente para investidores e também seguro era o fim da grande intervenção estatal que até então “blindava” as grandes empresas da invasão estrangeira. O Estado teve que se redefinir, deixando de atuar como um agente econômico, tanto no setor industrial quanto na área de serviços. Esses setores foram privatizados, e a modernidade, a competitividade, a competência na prestação dos serviços e o produto final que chegava às mãos do consumidor passaram, com o tempo, a ter mais qualidade e menor preço.

Esse programa de privatizações foi responsável pelo surgimento de um número significativo de investimentos nacionais e estrangeiros, passando a haver então uma nova situação de controle compartilhado ou até contratado. Nas empresas privatizadas tornou-se comum o acordo de acionistas e a administração conjunta do consórcio de vencedores. Antes das privatizações e da estabilização da moeda, existia um cenário de pouca abertura econômica do país, e o Estado protegia as empresas nacionais da concorrência estrangeira. Tratava-se de um Estado protecionista. O Estado protecionista passou a neoliberal. Com essa

abertura muitas empresas nacionais estatais foram privatizadas. Por outro lado, muitas empresas nacionais privadas não estavam prontas para concorrer no mercado internacional e foram compradas por grandes grupos estrangeiros.

Aquelas que não foram adquiridas por grupos estrangeiros tiveram que estabelecer uma adequada estrutura de capital e se fortalecer para ganhar o mercado internacional com a mesma força das grandes empresas mundiais. Isso fez com que as empresas nacionais que sobreviveram ao mercado estrangeiro e que tinham, em sua maioria, um perfil administrativo de empresas familiares, passassem a modificar e compartilhar sua administração. Foi necessário abrir o capital atraindo investidores para conseguir crescer e dividir com estes investidores a administração e o poder de controle das empresas.

Sobre essas grandes mudanças que surgiram após a estabilização econômica e a abertura do mercado brasileiro ao capital estrangeiro, Aline de Menezes leciona:

Além disso, os investidores estrangeiros, que cada vez têm uma participação maior nas empresas brasileiras, são exigentes quanto à transparência, respeito aos minoritários e, em geral, às chamadas boas práticas de governança corporativa.

Além dos fatores antes citados, mais recentemente, a negociação de títulos de empresas brasileiras nos mercados dos Estados Unidos, a crescente participação de investidores estrangeiros nos mercados de valores mobiliários no Brasil, e a importância ascendente dos investidores institucionais, fomentaram por aqui as preocupações com a governança corporativa.

(...)

A Lei 10.303/01 alterou profundamente a legislação societária e teve como principal objetivo fortalecer o mercado de capitais brasileiro, com a intenção de impor padrões mais elevados de governança corporativa às empresas brasileiras e de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais nacional.

Na concepção dos autores do projeto que veio a ser aprovado, um mercado acionário nesses moldes, verdadeiramente democratizado e desenvolvendo toda sua potencialidade de alavancagem econômica, depende de que os investidores, especialmente os pequenos e médios, sintam-se protegidos e vejam seus interesses defendidos.²³¹

A Lei n. 10.303/01 foi inspirada nas práticas e no modelo de governança corporativa. Muitos autores afirmam que a lei ficou muito aquém daquilo que se esperava para regulamentar o direito societário diante do mercado internacional que estava surgindo e que atualmente, dez anos depois da sua publicação, essa é uma realidade consolidada. Outros autores afirmam que em alguns pontos a Lei n. 10.303 trouxe dispositivos que, modificados, pioraram um conjunto de princípios já contidos na legislação desde 1976. Entretanto, muitos pontos foram melhorados. E todos os pontos de melhora foram consagrados pelo Código de

²³¹SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLII, n. 130, abril-jun de 2003, p. 194.

Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, desde 1999. Foi esse código que trouxe à atual legislação brasileira das sociedades por ações princípios de tratamento equitativo, mais transparência, prestação de contas obrigatória, a criação do conselho de administração, os modelos mais adequados de gestão, as auditorias e fiscalizações, os princípios morais e éticos, a proteção às minorias, as possíveis soluções para os conflitos de interesses, os métodos de alavancagem²³², etc.

Mas aqui, em contraposição às melhorias trazidas pela Lei 9.457/97, surgiram também os problemas, que posteriormente foram “corrigidos” pela inserção de novos dispositivos apresentados em 2001 pela Lei 10.303. Acerca do disciplinamento legal desse período, muito apropriada é a análise de Milton Nassau:

Em um passado relativamente recente, visando a facilitar o programa governamental de privatizações, a Lei 9.457, de 5.5.1997, alterou a redação original da Lei 6.404/1976. O resultado foi uma diminuição considerável na proteção aos acionistas minoritários.

Como as necessidades econômicas atuais se voltaram para a atração de investidores, especialmente as minorias organizadas (fundos de pensão, etc.), a Lei das S/A foi novamente reformada pela Lei 10.303/2001, de 31.10.2001.

Os principais focos de mudança na lei visaram ao aumento da transparência e à ampliação dos direitos dos minoritários. Portanto, ao menos teoricamente, a reforma privilegiou a inclusão de regras que podem ser classificadas como de governança corporativa.²³³

3.5 OS ACRÉSCIMOS FEITOS PELA LEI N. 10.303/2001: “DISCLOSURE”, “FAIRNESS”, “COMPLIANCE” e “ACCOUNTABLY”

Daí questiona-se: exatamente o que, na Lei de Sociedades Anônimas, é considerado prática de governança corporativa? Vários artigos acrescidos e modificados trazem em seu texto aspectos próprios dos princípios da governança corporativa. O primeiro importante aspecto que se observa é o *disclosure*: o aumento significativo das informações prestadas pelo controlador e pelos administradores, ou seja, a verdadeira transparência administrativa. O *disclosure*, como prática implantada na LSA pelos princípios da governança corporativa, são citados por Aline de Menezes, que aponta os artigos de lei que tratam da transparência:

²³²**Alavancagem:** nível de utilização de recursos de terceiros para aumentar as possibilidades de lucro de uma empresa, aumentando, conseqüentemente, o grau de risco da operação. Possibilidade de controle de um lote de ações, com o emprego de uma fração de seu valor (nos mercados de opções, termo e futuro), enquanto o aplicador se beneficia da valorização desses papéis, que pode implicar significativa elevação de sua taxa de retorno. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

²³³*Op. cit.* p. 171.

disclosure

- (i) Informação das modificações das participações acionárias dos controladores de companhias abertas, bem como dos acionistas ou grupo de acionistas que elegerem membro para o Conselho de Administração (art. 116-A).
- (ii) Informações sobre os documentos da administração apresentados em assembleia (art. 133).
- (iii) Declarações dos administradores sobre os valores mobiliários de que são titulares (art. 157, § 6º).²³⁴

Essas são práticas que demonstram transparência nas atividades administrativas de executivos ou dos próprios acionistas. São marcas da governança corporativa em dispositivos legais da LSA. Outra importante característica trazida pela Lei 10.303/2001 e que estampa o *fairness* ou princípio da equidade ou tratamento equitativo aos acionistas também é apontado pela autora. Grande parte das mudanças granjeadas em 2001 para a LSA tratam desse tema: conferir tratamento mais equitativo entre os acionistas. E isso foi conseguido em alguns dispositivos da nova lei, como se pode conferir nas lições da autora:

- (i) Alteração na proporção do capital social (art. 15). O número de ações preferenciais não pode ultrapassar 50% do total das ações emitidas. Esta nova proporção aplicar-se-á de imediato às companhias novas e, no momento em que decidirem abrir o seu capital, às companhias fechadas existentes.
- (ii) Modificações das vantagens das ações preferenciais (art. 17).²³⁵

Dentro do conceito de tratamento equitativo ou do princípio da equidade entre acionistas (*fairness*), encontram-se mecanismos e dispositivos legais que protegem especificamente os acionistas minoritários dentro das companhias, contrabalançando o maior poderio econômico do controlador com maiores direitos e garantias dos minoritários, como se observa nas lições de Aline de Menezes, que trata do direito de recesso contido no art. 137; do mecanismo de oferta pública de aquisição de ações, o *tag along*, contido no art. 254-A; dos casos de fechamento de capital ou compra do total acionário, cujo mecanismo do *drag along* protege o minoritário (art. 4º); das mudanças na composição do conselho constantes dos arts. 140 e seguintes e também dos arts. 160 e seguintes. Esses são dispositivos que visam à proteção do minoritário – um dos princípios regentes da governança corporativa, principalmente no modelo nipo-germânico.

Outra importante prática proporcionada pela Lei de Sociedades Anônimas brasileira é a do *compliance*. Ou seja, a do cumprimento exigível, controlado e punível (se não feito corretamente) das regras a serem observadas na administração da sociedade. Em razão das

²³⁴*Op. cit.* p. 195.

²³⁵*Ibidem.*

práticas de governança corporativa, em razão do mecanismo do *compliance*, a legislação passou a tipificar crimes que antes eram considerados somente como ilícitos administrativos. Os crimes de manipulação do mercado, de uso indevido de informações privilegiadas e de exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função eram antes punidos administrativamente, ou dentro da empresa mesmo ou pela CVM, no máximo. Atualmente são dispositivos contidos na LSA, mas passíveis da pena de multa, da perda de direitos e até da detenção.

O *accountability*, também inserido na lei pelas boas práticas de governança corporativa, deve ser entendido como a prestação de contas devida pelos administradores, pelos membros dos conselhos e por auditores aos acionistas que os elegeram ou indicaram; e, em muitas circunstâncias, inclusive publicamente, se o interesse da S/A for o da captação de poupanças populares como futuro investimento. No art. 160 e seguintes, quando se trata da eleição de um membro dos minoritários para o conselho de administração, há a facilitação do *accountability*, pois maior é a fiscalização e, portanto, mais fácil e proba será a prestação de contas. No mesmo sentido, o art. 163 permite que as minorias elejam seu membro representante para o conselho fiscal, que também deve prestar contas aos acionistas, além de fiscalizar as atividades do conselho de administração e da própria diretoria.

Assim, tratando do *accountability*, do *compliance*, do *disclosure* e do *fairness*, principalmente no que concerne ao tratamento dado aos minoritários pelos dispositivos trazidos pela Lei 10.303/2001, esses mecanismos são os que melhor traduzem a governança corporativa no Brasil e que se pautam naquilo que é melhor para o crescimento da sociedade anônima.

Os mecanismos da governança corporativa na LSA objetivam que condutas e votos dos administradores devam sempre ser motivados explicitamente para todos os acionistas, evitando assim abuso de poder por parte de quem detém o poder de controle da empresa. E diante de constantes abusos, esse problema foi tratado quando a lei abriu a possibilidade de eleição de administradores pelos acionistas ordinários minoritários e também pelos acionistas preferencialistas. É claro que é ainda uma possibilidade relativamente limitada já que os minoritários podem eleger apenas 10% dos administradores, e os preferencialistas podem eleger 15%, entretanto já é uma forma de garantir a participação ativa dos mesmos na gestão da companhia. Os arts. 143 e 146 também tratam de outros direitos reservados aos minoritários pela legislação, como no caso da eleição e investidura dos diretores e dos administradores da companhia. São avanços considerados tímidos pela doutrina, mas que já

demonstram a intenção do legislador de tornar as práticas de governança corporativa uma constância na administração e nos procedimentos internos das companhias brasileiras.

A redução do número de ações preferenciais sem direito a voto ou sujeitas a restrição (art. 15, § 2º); a ampliação das vantagens das ações preferenciais de companhias abertas (art. 17, § 1º); os efeitos positivos do *tag along* e do *drag along* (art. 254-A); a ampliação de prazos de antecedência para a publicação da convocação da assembleia geral, com o objetivo de contemplar mais acionistas interessados em participar da reunião (art. 124, § 1º); o direito de eleger e destituir um membro do conselho de administração, tanto para os minoritários (15% do capital social), quanto para os preferencialistas (10% do capital social) – (art. 141, § 4º e ss e art. 142, § 2º); a reintrodução da cisão dentre as hipóteses que ensejam direito de retirada, se esta implicar redução do dividendo obrigatório (art. 137, III); o dever que têm os controladores de companhias abertas de informar à CVM, à bolsa de valores e a outras entidades as modificações desse poder de controle feitas dentro da companhia (arts. 116-A e 165-A); o aumento da independência do conselho fiscal, devendo ser considerados abusivos os atos praticados com o fim de causar dano à companhia (art. 164, I e IV e art. 165, § 1º). Esses e outros direitos consignados à LSA pela Lei n. 10.303/2001 foram introduzidos na legislação brasileira com o objetivo de ampliar, pelo menos em lei, os direitos e garantias dos minoritários e dos investidores. Isso demonstra um grande avanço na tentativa de se implantarem as práticas de governança corporativa no Brasil, como bem observou Milton Nassau.²³⁶

Essa é a legislação vigente na atualidade. Nela constam práticas e métodos adotados em grandes centros econômicos que se espelham nos mecanismos de governança corporativa. Entretanto, a teoria nem sempre se reflete na prática. E aqui ficam consignadas as considerações de Aline de Menezes sobre o tema, expondo observações críticas da realidade institucional das empresas acionárias no Brasil:

É difícil atender aos princípios da boa governança diante de um modelo orgânico pobre como o nosso e extremamente concentrado e submisso às vontades e interesses dos controladores, como é o caso do brasileiro. A Diretoria é mera executora das deliberações tomadas pelo Conselho de Administração e este, por sua vez, é a *longa manus* do controlador. Assim, por inferência, a Diretoria serve ao controlador. As decisões societárias mais importantes estão afastadas da Assembleia Geral, o que faz com que o pequeno acionista que eventualmente se interesse por participar da mesma não tenha nenhuma voz. É preciso tentar atingir um equilíbrio maior entre os interesses envolvidos na companhia, criando centros de poder paralelos ao controlador.

Não é possível transportar para o Brasil a estrutura societária e, conseqüentemente, as práticas de governança corporativa de outros países de instituições e estágios de

²³⁶Op. cit. p. 172 e 173.

desenvolvimento diferente dos nossos, sejam eles anglo-saxões ou nipo-germânicos. A realidade empresarial brasileira é de concentração. Aqui, o conflito de agência não deve ser visto entre administradores e proprietários do capital, mas sim entre acionistas controladores e não-controladores.

(...)

É preciso criar centros de equilíbrio de poder social. Os mecanismos de controle e limite da atuação dos administradores devem equivaler-se, em função, àqueles existentes em sistemas onde a propriedade acionária é diluída o que, como nos ensina o Prof. Calixto Salomão Filho, pode ser feito por meio da ativa participação de acionistas institucionais. Diferentemente dos acionistas especuladores, que não podem ser bons fiscalizadores externos da conduta dos administradores, pois compram as ações da empresa já para sair em um futuro próximo, os acionistas institucionais representam um valor societário indiscutível para a participação interna.²³⁷

A crítica da autora procede. Os acionistas especuladores visam apenas ao lucro rápido e logo retiram seus investimentos da companhia. Entretanto, os acionistas minoritários institucionais ali permanecem e, se devidamente valorizados, podem até investir mais capital na companhia. A participação interna desses acionistas nas decisões da companhia é fundamental para consolidar o modelo de governança corporativa nas empresas brasileiras, modelo que seria um misto dos dois já citados e conhecidos, pois a realidade do empresariado brasileiro é distinta da realidade das empresas internacionais. Contudo, esse modelo de governança corporativa deve ser, o mais rápido possível, implantado nas empresas brasileiras, pois estas, para se manterem firmes no mercado internacional crescente e em constantes mudanças, devem se adequar minimamente ao modelo internacional se não quiserem ficar para trás e acabar sendo incorporadas por grandes companhias estrangeiras.

3.6 AS SITUAÇÕES FÁTICAS DO USO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA POR INICIATIVA PRÓPRIA DAS COMPANHIAS: ADR's, BDR's E OS SEGMENTOS BOVESPA

Em razão dessa realidade fática que se impõe, algumas companhias e empresas brasileiras já começam a adotar certas práticas próprias dos modelos de governança corporativa e isso provém do mundo jurídico com as mudanças legislativas e gera reflexos no mundo jurídico, que na verdade é a adequação legal do progresso das relações humanas. Esse progresso e essa inserção de práticas de governança corporativa, mesmo com as diferença

²³⁷ *Op. cit.* p. 197.

teóricas e práticas da realidade empresarial brasileira, já estão sendo consolidadas no mercado.

A primeira delas é a emissão dos chamados *ADRs*²³⁸ (*American Depositary Receipts*), que é um tipo de valor mobiliário americano, com origem nos anos 20, criado pelo banqueiro J. P. Morgan. O objetivo dos ADRs era criar a possibilidade de investimento de clientes norte-americanos em empresas inglesas. Grosso modo, funcionava da seguinte forma: um banco inglês qualquer adquiria as ações de empresa inglesa e as deixava sob sua custódia; os norte-americanos interessados nessas ações, mas com problemas em adquiri-las, recorriam ao banco de J. P. Morgan; simultaneamente à compra das ações da companhia inglesa pelo banco inglês, o banco de Morgan, sediado nos EUA, emitia ADRs (títulos para subscrição pelos investidores interessados naquelas ações inglesas); as ADRs seguiam as regras do direito norte-americano, portanto os preços norte-americanos e os investidores não passavam pela burocracia inglesa; na verdade a ADR era uma espécie de espelho das verdadeiras ações, que continuava na Inglaterra e eram de propriedade do banco inglês; os direitos de crédito dos acionistas norte-americanos ficavam, portanto, lastreados por um banco norte-americano e os ganhos desses “acionistas espelhos” eram de acordo com os rendimentos das verdadeiras ações, que não saíam da Inglaterra.

Assim, quando a empresa inglesa distribuía dividendos aos seus acionistas ingleses e também ao banco inglês que custodiava um grande lote de ações, no cumprimento normal da obrigação de qualquer empresa, lá nos EUA o banco de Morgan pagava aos norte-americanos donos das ADRs o valor equivalente àquilo que fora pago a um acionista inglês qualquer. Os dois bancos, obviamente, procediam posteriormente a um encontro de contas, ou seja, o acerto de contas era feito entre os bancos (inglês e norte-americano e não entre as pessoas interessadas); isso facilitava a transação e os investimentos internacionais.

Como observa Milton Nassau, essa prática, antes muito comum apenas com bancos norte-americanos e as empresas ligadas a esses bancos, passou a ser uma prática também corrente no Brasil:

²³⁸**ADR - American Depositary Receipt:** É um certificado, emitido por bancos norte-americanos, que representa ações de uma empresa fora dos Estados Unidos. Muitas empresas brasileiras têm suas ações negociadas na Bolsa de Valores de Nova Iorque através deste instrumento. A empresa ganha visibilidade no mercado internacional e pode ter maior facilidade em captar recursos no exterior, através de empréstimo ou mesmo emissão de novas ações. Os grandes investidores estão sempre comparando os preços das ações de uma empresa no Brasil com seu preço equivalente em Nova Iorque, com base nos seus ADRs. Quando há uma distorção de preços - ou seja: quando fica mais barato comprar num lugar e vender em outro com lucro -, o que também é chamado de arbitragem, os investidores aproveitam para ampliar seus ganhos, comprando onde está barato e vendendo onde está caro. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

Recentemente, tornou-se comum o lançamento de *American Depositary Receipts* por companhias brasileiras, uma vez que o mercado de capitais americano é mais líquido e pungente que o nacional, além de possuir custos bem menores.

Segundo Lodi, os volumes negociados desses papéis cresceram mais de 100% entre 1992 e 1998; somente em 1997, esse crescimento foi de 47,5%. Nesse período, 76 empresas brasileiras emitiram ADRs na New York Stock Exchange.

Para tal, essas companhias foram obrigadas a seguir certos padrões de gestão empresarial, adotando regras (especialmente contábeis) de transparência e divulgação de informações exigidas pela *SEC – Securities and Exchange Commission*, órgão correspondente à Comissão de Valores Mobiliários nos Estados Unidos. As regras variam de acordo com a emissão em mercado primário ou secundário, com ou sem possibilidade de oferta pública, conforme o nível (I, II ou III) da ADR a ser emitida.

Tais regras nada mais são do que práticas de governança corporativa. Apesar de pertencerem ao direito americano, afetam o mundo jurídico das companhias brasileiras, na medida em que estas são obrigadas a adaptar o seu estatuto e as suas demonstrações financeiras para emitir ADRs.²³⁹

No caso específico da história de Morgan, foi um banco (de sua propriedade) que tomou a iniciativa de buscar esse tipo de negociação e de lançar no mercado norte-americano esse títulos. Atualmente, a colocação de ADRs no mercado pode derivar ou partir da iniciativa não só de bancos norte-americanos, mas de qualquer banco do mundo; e, indo além, a iniciativa de lançar as ADRs no mercado não parte mais somente de bancos, mas também pode partir de companhias, empresas interessadas que seus títulos sejam adquiridos e que por isso lançam, como outros valores mobiliários, esse tipo especial de título no mercado de capitais. Fábio Ulhoa, acerca desses títulos e de sua importância comprovada como prática concreta dos mecanismos da governança corporativa no Brasil faz as seguintes considerações:

A companhia procura os serviços de instituições financeiras – uma sediada no mesmo país, para a custódia de suas ações, e outra norte-americana, que fará a emissão do ADR – e contrata a operação. Essa hipótese costuma denominar-se emissão patrocinada. Se a colocação deriva do interesse de investidores ou bancos norte-americanos no desempenho atraente de uma empresa estrangeira (para eles), denomina-se a operação emissão não patrocinada, caso em que inexistente contrato entre a companhia emitente da ação e as instituições financeiras envolvidas.²⁴⁰

Daí se poder afirmar que as ADRs são títulos ou valores mobiliários que forçam a empresa brasileira interessada no acordo com os bancos a se adequar às regras de governança corporativa. A transação é chamada emissão patrocinada, pois dois bancos, um brasileiro e outro norte-americano, é que viabilizam a emissão de ações e ADRs simultaneamente, patrocinando essa emissão. E se existe um banco norte-americano envolvido e as ADRs serão compradas por investidores norte-americanos em um mercado de capitais altamente seletivo, elitista e que não admite erro, como é o mercado acionário nos EUA, obviamente a empresa

²³⁹ *Op. cit.* p. 169 e 170.

²⁴⁰ *Op. cit.* p. 154.

brasileira e até o banco brasileiro terão que seguir à risca as práticas de governança, com *disclosure, accountability, compliance, fairness* e outros princípios norteadores da governança corporativa pelo mundo.

Fábio Ulhoa continua suas lições sobre esse valor mobiliário peculiar e sua prática reiterada nas empresas brasileiras, como se lê:

As companhias com sede no Brasil, como as de qualquer outro país, podem patrocinar a emissão de ADR, com lastro em ações de sua emissão, ou eventualmente despertar a atenção de investidores e bancos norte-americanos (Wald, 1993). Para isso, dependendo do nível da operação, elas devem atender aos padrões norte-americanos de divulgação de informações sobre a gestão empresarial, especialmente no que diz respeito à sua contabilidade.

O inverso também pode ocorrer. Quer dizer, capital brasileiro também pode ser investido em empresas sediadas no exterior através de mecanismo similar. Trata-se do certificado de depósito de valores mobiliários, ou *Brazilian depositary receipts* (BDRs). Uma companhia norte-americana, por exemplo, interessada em captar recursos de investidores brasileiros pode patrocinar a emissão de BDRs, contratando um banco com sede nos Estados Unidos, no qual custodia as ações de sua emissão, e um banco no Brasil, que emitirá o certificado de depósito. O investidor brasileiro, ao subscrever o BDR, passa a titularizar, perante a instituição emissora brasileira, direito de crédito eventual, realizável em condições equivalentes à distribuição de dividendos pela companhia estrangeira (para nós). A emissão e a distribuição do certificado dependem de prévio registro na CVM (Res. BC n. 2.318/96; Inst. CVM n. 255).²⁴¹

O autor trouxe a figura da BDR, que é um título ou um valor mobiliário patrocinado e custodiado por banco brasileiro, ou seja, o mesmo mecanismo dos ADRs, só que com papéis inversos. Nessa circunstância, tem-se concretamente a primeira situação, já desde a década de 1990, em que as empresas brasileiras se obrigam a inserir em suas práticas administrativas os mecanismos e os dispositivos típicos da governança corporativa. Para a emissão das ADRs e as negociações com bancos norte-americanos, as empresas brasileiras têm, necessariamente, que se adequar aos moldes de uma administração séria, transparente, proba, competente, que preste contas, que defenda direitos e assegure garantias. Enfim, as empresas brasileiras, em todos os sentidos, têm que se adequar aos mecanismos da governança corporativa, aos mecanismos de controle a que estão sujeitas as empresas norte-americanas. As ADRs representam, portanto, um tipo de situação que força, que obriga a empresa a se adequar às práticas da governança corporativa.

Mas essa não é a única situação que obriga o empresariado brasileiro a se adequar às práticas da governança corporativa. Atualmente existem os novos segmentos da listagem Bovespa, que dividem e classificam as empresas em níveis. Esses níveis (Nível 1 e Nível 2) exigem das empresas que queiram deles participar um determinado grau de comprometimento

²⁴¹*Op. cit.*, p. 155.

com as práticas de governança corporativa. É claro que existem vantagens em se adequar a esses níveis, por isso o interesse das sociedades brasileiras em participar desses novos segmentos criados pela Bovespa com auxílio da CVM. Companhias que estão no Nível 2 têm certos compromissos com as práticas de governança corporativa; se querem passar para o Nível 1 e adquirir mais respeitabilidade e solidez no mercado, esse comprometimento aumenta. Mas o interesse maior de todas as empresas que participam desses segmentos é atingir um determinado grau de excelência e serem consideradas aptas a participar do chamado Novo Mercado. Este sim é bastante exigente com o respeito aos mecanismos da governança; e sobre as sociedades que já estão dentro do Novo Mercado recai forte fiscalização por parte dos órgãos competentes; o que as leva, por conseguinte, a um rigoroso esquema administrativo interno para responder às expectativas do Novo Mercado e nele permanecerem.

Sobre esses novos segmentos da listagem Bovespa, importante se faz colacionar as lições de Milton de Nassau, que assevera:

Preliminarmente, foi lançado pela Bovespa, em 6.5.2000, o primeiro “Código Brasileiro de Governança Corporativa”, elaborado pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Esse código, inspirado em similares americanos e ingleses, pretende apenas orientar e educar. A adesão às práticas sugeridas não constitui requisito para as companhias terem os seus valores mobiliários negociados na bolsa.²⁴²

Essa foi a primeira fase da inserção da governança corporativa no mercado de capitais e na principal bolsa de valores do país; entretanto, como observa o autor, a adesão a essas práticas era na época facultativa, era apenas sugestão ao empresariado e não poderia ser considerada obrigatória para as empresas que pretendessem negociar seus títulos na bolsa de valores. Mas o autor continua suas lições e vai além:

Posteriormente, através da Resolução do Conselho Monetário Nacional 2.829, de 29.3.2001, foram lançados os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa e o Novo Mercado, três segmentos de listagem destinados à negociação de ações de empresas que se comprometam a adotar certas práticas de transparência e governança corporativa sugeridas pela Bovespa.²⁴³

Os segmentos Bovespa (Níveis e Novo Mercado) foram lançados antes mesmo das mudanças na LSA, que ocorreriam nesse mesmo ano de 2001 com a publicação da Lei 10.303. Outra situação que também impõe ao empresariado as práticas da governança. Mas

²⁴²*Op. cit.* p. 170.

²⁴³*Ibidem.*

tratando desses novos segmentos da Bovespa, pode-se ainda considerar que o Brasil na época estava tentando seguir uma tendência internacional de inserir em seu mercado interno de capitais as práticas de governança corporativa, pois antes de 2001 a Bolsa de Frankfurt já tinha lançado modelos semelhantes para inserção das práticas de governança em seu mercado. Logo em seguida outros países aderiram ao Novo Mercado, como o *Nouveau Marché*, na França, o *TechMark*, na Inglaterra, o *Nuovo Mercato*, na Itália. Essas práticas ocorridas em vários países levaram o Brasil a perceber que sua adequação ao modelo da boa governança corporativa era mais que necessária e urgente. E ainda sobre esses segmentos, Milton Nassau continua suas preleções:

O Novo Mercado é um segmento mais exigente em relação ao número de práticas a serem adotadas e a seu grau de governança corporativa, havendo inclusive a previsão de solução de conflitos por meio de câmara de arbitragem própria. Os Níveis 1 e 2 são segmentos intermediários de transparência e conferência de direitos aos minoritários, situados entre a legislação societária e o Novo Mercado. Segundo a definição genérica do regulamento referente ao Novo Mercado, este é: “um segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de práticas de governança corporativa e *disclosure* adicionais em relação ao exigido pela legislação”. Da mesma forma, o regulamento dos Níveis Diferenciados traz a seguinte definição: “Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa significa os padrões e regras de gestão societária estabelecidos neste regulamento, que objetivam oferecer aos acionistas da Companhia registrada na Bovespa informações e direitos adicionais aos estabelecidos na Lei das Sociedades Anônimas e demais normas vigentes”. As regras contidas nos regulamentos de listagem visam a ampliar os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias. Logo, essas regras nada mais são do que práticas de governança corporativa.²⁴⁴

A informação mais importante passada pelo autor é a de que existe uma hierarquia entre os Níveis, o Novo Mercado e a legislação acionária vigente, acerca das práticas de governança corporativa. A legislação, com todas suas mudanças e acréscimos, é para todas as empresas. Muitas das práticas de governança não são obrigatórias, não estão contidas na legislação e, principalmente, se estão, nem sempre são seguidas ou respeitadas pelas empresas, que possuem várias formas de burlar a fiscalização de sua administração. Entretanto, a situação dos novos segmentos Bovespa é diferente. O Nível 2, o Nível 1 e o Novo Mercado, como o próprio autor salientou, possuem práticas de governança adicionais em relação àquilo que é exigido em lei.

Além desse detalhe importante, outra informação é fundamental: as empresas aderem aos Níveis 1 e 2 e até ao Novo Mercado por livre e espontânea vontade, ou seja, elas estão ali porque querem e, portanto, optaram por melhor conduzir seus negócios por via das

²⁴⁴*Idem.* p. 170 e 171.

práticas de governança porque enxergaram benefícios nessa adesão. Desse modo, além de possuírem mais regras de transparência, de compromisso com os minoritários, de ética, enfim, além de terem bem estipulados os princípios da governança – muito mais que a legislação vigente, os Níveis e o Novo Mercado têm adesão facultativa e, portanto, muito mais certeza de que os que aderem vão cumprir à risca as determinações dos mecanismos de governança exigidos.

Porém o mais interessante nisso tudo é que a criação dos Níveis e do Novo Mercado não foi uma iniciativa do Estado (com a legislação), mas do mercado. As bolsas, a CVM, o IBGC e principalmente as companhias necessitavam de que esse tipo de segmento fosse criado para que o mercado de capitais brasileiro fosse visto com bons olhos pelo mercado internacional, naquele momento. E hoje, dez anos depois, o mercado brasileiro é muito mais respeitado e a economia do país é crescente apesar das crises financeiras pelas quais o mundo todo tem passado.

Na verdade, as empresas que aderem a qualquer um dos Níveis desse segmento ou até ao Novo Mercado visam à melhor relação que terão com seus credores e, principalmente, com investidores. Elas vislumbram pertencer a um grupo que tem um selo de qualidade, um padrão superior, o que, obviamente valoriza seus ativos. Suas ações e títulos continuam a ser negociados da mesma forma, mas sua visibilidade é outra; seu destaque é maior, e essas empresas são notoriamente diferenciadas pelo seu padrão de qualidade conforme aderem a um ou outro segmento do mercado. E para essa adesão não basta apenas o rigoroso cumprimento da atual legislação brasileira, mas um contrato de adesão com a Bovespa, no qual se prevê a aceitação plena, por parte dos controladores e dos administradores, das regras por ela estipuladas.

A adesão aos segmentos Bovespa é rígida e caso algum de seus regulamentos seja descumprido, compete à Bovespa notificar a companhia, dar-lhe um prazo para a devida adequação e, cumprindo as normas impostas, estabelecer uma multa pela quebra do regulamento, podendo chegar a suspender a negociação de suas ações e até, em casos mais graves, cancelar o registro da empresa no respectivo segmento em que se encontra. E esse cancelamento gera graves consequências. Uma delas é a obrigatoriedade que vincula a empresa de concretizar, através de oferta pública, a aquisição das ações dos demais acionistas por seu valor econômico num prazo máximo de 90 dias.²⁴⁵ Isso comprova o compromisso que

²⁴⁵REGULAMENTO DO NOVO MERCADO Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado_09051011>. Acesso em: 08 de outubro de 2011, às 20h.

têm as companhias que aderem aos novos segmentos de listagem Bovespa, já que, diante de práticas de governança corporativa tão rígidas, as consequências jurídicas para quem não cumpre o regulamento junto à Bovespa são bastante relevantes.

3.6.1 Os requisitos para a participação empresária nos Níveis 1 e 2 e no Novo Mercado da Bovespa

Mas uma séria questão vem à baila, quando se analisa um pouco dos novos segmentos criados pela Bovespa: se há uma legislação que traz os princípios da governança corporativa embutidos em seus dispositivos, por que a Bovespa, mesmo assim, resolveu criar esses Níveis diferenciados e o Novo Mercado? A resposta a essa questão é perfeitamente apresentada nas lições de Aline de Menezes Santos:

O desenvolvimento do mercado de capitais está na raiz da expansão de economias saudáveis. Um mercado de capitais forte significa mais crescimento econômico. É nele que empresas encontram uma alternativa viável para financiar sua expansão. Nos últimos anos, menos de 10% dos investimentos feitos por companhias de capital aberto no Brasil foram tomados no mercado acionário. O restante veio de empréstimos bancários ou foi suportado com capital próprio, gerado pelos lucros obtidos com a atividade empresarial. O fortalecimento do mercado de capitais tem relação direta com a retomada do ciclo de crescimento no país, com aumento do investimento e criação de empregos diretos e indiretos. O mercado acionário brasileiro é hoje uma pálida sombra do que poderia representar em termos de financiamento da produção e incentivo a novos investimentos. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias são apontadas como principais causas desse cenário. Trata-se de um ambiente que facilita a multiplicação de riscos.²⁴⁶

A autora escreveu esse artigo para a Revista *Mercantil*, denominado “*Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil*”, em 2003. E nessa época, depois da publicação de grandes mudanças na LSA trazidas pela Lei n. 10.303/2001, depois de privatizações, do Plano Real, da estabilização da moeda, da queda dos juros e de outros tantos motivos para se dizer que a economia brasileira nunca esteve tão bem, mesmo assim, nem 10% dos investimentos feitos nas empresas de capital aberto brasileiras vêm da compra de títulos (ações ou outros valores mobiliários). Ou seja, se o Estado não financia mais essas empresas, se os investidores não financiam essas empresas, como haverá então sua expansão? É como a autora afirmou: os próprios controladores expandem as empresas no Brasil ou com suas economias próprias ou com grandes empréstimos bancários, que lhes renderão altos juros. O fato é que nem brasileiros nem estrangeiros estão comprando ações das sociedades anônimas de capital

²⁴⁶*Op. cit.* p. 198.

aberto brasileiras, pois as regras do mercado de capitais do país assustam, afugentam investidores. Os escândalos de corrupção em diversos setores dos governos federal, estaduais e municipais são propagandeados todos os dias. Não é diferente na administração das empresas brasileiras. A legislação brasileira não é respeitada nem pelos brasileiros nem por estrangeiros. “No Brasil tudo acaba em pizza”, esse é o jargão popular que circula em todas as esferas de poder. E não é diferente no mercado de capitais.

Todo mercado acionário – por causa das oscilações monetárias, dos altos e baixos dos mercados internacionais, das crises financeiras e de tantos outros fatores – já é considerado por si só um palco de investimentos de risco. Não é seguro como comprar um imóvel e alugar ou colocar o dinheiro na caderneta de poupança. Os mercados mais transparentes, mais seguros, mais sólidos do mundo – como nos EUA, por exemplo – são mercados acionários de risco.

Surge, por parte do próprio empresariado que quer crescer, que quer expandir sua empresa e não tem mais condição de investir capital próprio ou não quer recorrer a empréstimos bancários, a necessidade de “arrumar a casa”. Os mecanismos de governança corporativa, há muito tempo adotados em várias partes do mundo, mostravam-se grandes parceiros de empresários que visavam a outros tipos de investidores. E após tantas mudanças legislativas, após tantos planos econômicos, tantas mudanças de moeda, o Brasil finalmente começa a perceber que só terá um mercado acionário sólido, confiável e fortalecido se as empresas que por ele circulam derem garantias e sustentabilidade de seus negócios aos investidores.

Foi nesse cenário que a Bovespa, junto com o IBGC e com o aval da CVM, criou um novo segmento de listagem, com Níveis e com o Novo Mercado. Esse cenário contém empresas comprometidas com todas as regras da prática da boa governança corporativa e que estão ali porque tomaram consciência de que só assim atrairão investidores para a expansão de seus negócios. É isso que a Bovespa e as companhias que aderiram ao Novo Mercado, desde 2001 até os dias atuais querem passar aos investidores. E sobre o Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 da Bovespa, Aline de Menezes também argumenta:

O Novo Mercado foi instituído pela Bovespa com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais nacional e atender aos anseios dos investidores por maior transparência de informações com relação aos atos praticados pelos controladores e administradores da companhia.

Inspirado em parte no Neuer Markt Alemão, criado em 1997, o Novo Mercado é um segmento da Bovespa, com regras de listagem diferenciadas, destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a

adoção de práticas de governança corporativa e transparência adicionais e de vanguarda em relação ao que é exigido pela legislação.

Trata-se de fatores determinantes para avaliação do grau de proteção do investidor e que por isso influenciam sua percepção de risco e o custo de capital das empresas. O Novo Mercado pretende conferir maior credibilidade aos investimentos realizados em Bolsa, pois reúne ações de companhias que, em princípio, oferecem um nível de risco inferior ao das demais.

Ao lado das listadas no Novo Mercado, as companhias podem ser distinguidas como de Nível 1 ou Nível 2, dependendo do grau de compromisso assumido em relação às práticas de boa governança. São os chamados “Níveis Diferenciados de Governança Corporativa” da Bovespa, criados com a finalidade de incentivar e preparar gradativamente as companhias a aderirem ao Novo Mercado, e que proporcionam maior destaque aos esforços da empresa na melhoria da relação com investidores, elevando o potencial de valorização dos seus ativos.²⁴⁷

A criação do Novo Mercado foi, portanto, estratégica. Já que o mercado acionário brasileiro se mostrava tão pouco atrativo para quaisquer modalidades de investidores e não era possível distinguir as empresas comprometidas com os princípios de governança corporativa daquelas que nem sequer obedeciam ao disciplinamento legal das sociedades anônimas, o próprio mercado decidiu criar uma lista de empresas, dar-lhes atribuições, regulamentar sua fiscalização, asseverar e disciplinar suas atitudes e expor aos interessados em investir essa grande diferença.

Para adentrar esses segmentos (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2) as companhias devem ser abertas, ou seja, devem negociar seus títulos nas bolsas de valores ou mercado de balcão, e principalmente seguir rigorosamente os compromissos firmados. Não existem restrições quanto ao tamanho da companhia, tampouco quanto ao objeto que ela explora (em qual setor atua). Qualquer sociedade que implemente rigorosamente as práticas de governança corporativa contidas no regulamento da CVM será uma companhia listada e terá suas ações negociadas com essas informações adicionais.

Entrar para um desses segmentos da listagem Bovespa significa aderir a um conjunto de regramentos que devem ser praticados pela companhia e que são mais rígidos que as regras disciplinadas na LSA. Essas disposições estão contidas no Regulamento de Listagem da Bovespa e basicamente majoram os direitos dos acionistas, aumentam e melhoram a fluidez das informações que devem ser prestadas interna e externamente pela empresa e oferecem aos investidores maior segurança jurídica no que tange à obediência dos compromissos firmados, já que determinam a solução de conflitos por meio de câmara arbitral própria, com mais agilidade e especificidade, não tendo o investidor ou outros interessados que recorrer à morosidade do poder judiciário brasileiro.

²⁴⁷ *Op. cit.* p. 198.

Aline de Menezes, em seu artigo sobre a governança corporativa no Brasil, aponta as obrigações, de forma resumida, que devem ser assumidas pelas companhias que tendem a aderir aos segmentos da listagem Bovespa. Inicialmente, uma companhia que nunca seguiu as práticas de governança e que está apenas se iniciando nesse sentido estaria apta a adentrar o Nível 1 da listagem. Seguindo todas as práticas do Nível 1 e assumindo mais alguns compromissos poderia passar ao Nível 2 e, posteriormente, com maiores obrigações, ao Novo Mercado. Mas não necessariamente toda companhia tem que passar pelos Níveis para chegar ao Novo Mercado; ela já pode entrar na listagem Bovespa no Nível 2, sem passar pelo 1, ou mesmo já começar no Novo Mercado. Isso dependerá do quanto está disposta a se comprometer com as regras estabelecidas no Regulamento da Bovespa e a cumpri-las. Para que uma companhia receba o Selo Nível 1 da Bovespa ela deve assumir, resumidamente, as seguintes obrigações elencadas pela autora:

As companhias Nível 1 se comprometem, principalmente, com melhorias na prestação de informações ao mercado e com a dispersão acionária. Assim, as principais práticas agrupadas no Nível 1 são:

- (i) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações, representando 25% do capital;
- (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) melhoria nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência da consolidação e de demonstração de fluxo de caixa;
- (iv) divulgação de operações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (v) divulgação de informações sobre contratos com partes relacionadas;
- (vi) divulgação de acordos de acionistas e programas de *stock options*;²⁴⁸
- (vii) disponibilização de um calendário anual de eventos corporativos.²⁴⁸

Para garantir o Selo de Nível 1 da listagem Bovespa, as empresas associadas têm os seus principais compromissos ligados à divulgação e disponibilização de informações, tanto internas, para todos os acionistas e proprietários de valores mobiliários, quanto externas, para os *stakeholders* e até para aqueles investidores em potencial. Ou seja, toda empresa que adere ao segmento Nível 1 da Bovespa se compromete com a melhoria das informações a serem divulgadas ao público interno e externo à companhia. Além dessa ampla divulgação de informações, o Nível 1 também exige um compromisso com a dispersão acionária, ou seja, requer que a empresa disponibilize pelo menos 25% de suas ações para serem adquiridas através das transações na bolsa de valores por pequenos investidores.

As companhias podem iniciar no Nível 1 e posteriormente passar ao Nível 2 ou já podem iniciar diretamente no Nível 2. Entretanto, para conseguir o selo da Bovespa de Nível

²⁴⁸*Ibidem.*

2 a companhia, além de cumprir todos os requisitos contidos no Nível 1, deve, juntamente com seus controladores, aceitar a adoção de um conjunto muito mais amplo de regras cujo conteúdo são os das boas práticas de governança corporativa, respeitando também regulações adicionais para os acionistas minoritários, preservando seus direitos, cumprindo suas garantias e assegurando a participação efetiva dos mesmos na companhia. Aline de Menezes também trata resumidamente dos critérios para se adequar à listagem de Nível 2:

Resumidamente, os critérios de listagem de Companhias Nível 2 são:

- (i) mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- (ii) disponibilização de balanço anual seguindo as normas US GAAP ou do IASB;
- (iii) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia e de, no mínimo, 70% deste valor para os detentores de ações preferenciais;
- (iv) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias, como transformação, incorporação, cisão e fusão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo;
- (v) obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- (vi) adesão à Câmara de Arbitragem para resolução de conflitos societários.²⁴⁹

Se no Nível 1 o principal objetivo era a transparência, a divulgação de informações e a inicial pulverização do poder, colocando-se pelo menos 25% das ações disponíveis para investidores, o Nível 2 vai além disso. Passa a tratar do próprio poder de controle e condução da companhia e de como a expressão “governança corporativa” se adequa bem a esse modelo administrativo. No Nível 2, a companhia é administrada visando ao bem e à participação de todos os acionistas. O preferencialista não votante terá direito a voto em circunstâncias decisivas para a companhia. No Nível 2 percebe-se como o corporativismo é o objetivo principal para solidificar a companhia. Tudo é pelo bem dos acionistas, da companhia, dos seus investidores. Para isso, além de transparência, informação e pulverização do poder, deve haver o poder compartilhado. Outro importante ponto que se observa no Nível 2 é a presença obrigatória da Câmara de Arbitragem própria para a solução de conflitos com mais rapidez e precisão.

Por fim, são disciplinadas as regras que compõem a listagem Bovespa do Novo Mercado. A autora também traz as principais obrigações que a companhia tem que cumprir para receber o selo de participação no Novo Mercado. Obviamente que as companhias que estampam esse selo, além das regras abaixo expostas, devem primar pelo rigor no cumprimento das disposições atinentes aos Níveis 1 e 2. A autora explicita:

²⁴⁹*Idem.* p. 199 e 200.

Resumidamente, a companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações:

- (i) emissão exclusivamente de ações ordinárias, tendo todos os acionistas o direito a voto;
- (ii) realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital;
- (iii) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% do capital;
- (iv) extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia;
- (v) estabelecimento de um mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração;
- (vi) balanço anual seguindo as normas US GAAP²⁵⁰ ou do IASB²⁵¹; introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de apresentação do fluxo de caixa;
- (vii) obrigatoriedade de realização de oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro de negociação no Novo Mercado;
- (viii) divulgação de negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores da empresa;
- (ix) não deve ter partes beneficiárias em circulação, vedando expressamente a sua emissão (agora também proibida pela lei societária).

Além de presentes no Regulamento de Listagem, alguns desses compromissos deverão ser aprovados em Assembleias Gerais e incluídos no Estatuto Social da companhia. Um contrato assinado entre a Bovespa e a empresa, com a participação de controladores e administradores, fortalece a exigibilidade do seu cumprimento.²⁵²

O artigo publicado por Aline de Menezes na Revista Mercantil em 2003 trata com propriedade as questões do Novo Mercado, dos Níveis Diferenciados da Bovespa e de outras reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. Desde então, outras práticas foram aos poucos sendo introduzidas e adotadas. Em 08.04.2011 a BM&F/Bovespa divulgaram para o conhecimento de todos os interessados no mercado de capitais brasileiro que a partir de 10.05.2011 novos regulamentos de listagem de empresas comprometidas com as práticas de governança corporativa passaram a vigorar. Essas modificações foram aprovadas tanto pelo Conselho de Administração da BM&F/Bovespa, quanto pela própria CVM, e abarcaram não só o Novo Mercado, mas também os segmentos de Nível 1 e 2. Esse novo regulamento foi democraticamente produzido através da participação das empresas interessadas, de investidores e de vários agentes de mercado. Nele constam os regulamentos e regramentos a

²⁵⁰US GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles in the United States*), ou seja, princípios contábeis aceitos nos Estados Unidos, que foi o primeiro país a compilar os princípios contábeis.

²⁵¹IASB (*International Accounting Standards Board*) é uma entidade do setor privado, independente, criada em 1973 para estudar, preparar e emitir normas de padrões internacionais de contabilidade, com sede em Londres, Grã-Bretanha, constituída por mais de 140 entidades profissionais de todo o mundo, incluindo o Brasil, representada pelo Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON e o Conselho Federal de Contabilidade - CFC. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/contabilidade/iasb.htm>, pesquisado em 10.10.2011, às 8h.

²⁵²*Op. cit.* p. 198 e 199.

serem seguidos e também as devidas sanções e punições cabíveis e as cláusulas mínimas que devem estar contidas nos estatutos das companhias aderentes.²⁵³

O fato é que tanto as empresas quanto o poder público estão cada vez mais comprometidos com as práticas de governança corporativa e sua efetiva aplicabilidade dentro e fora das companhias. O mercado de ações brasileiro, nessa última década, percebeu o quanto ainda tem que caminhar para fazer frente aos grandes mercados internacionais e que só recorrendo ao rigoroso cumprimento das práticas de governança corporativa nas empresas nacionais é que a respeitabilidade, a credibilidade e a confiança internacionais passariam a prevalecer dentro do país. O Brasil, como país emergente, como grande mercado exportador e grande potência consumidora, tem que fortalecer sua economia através de um mercado de capitais sólido e confiável. As atitudes paternalistas e protecionistas do Estado devem ser afastadas das sociedades anônimas e do mercado acionário brasileiro, pois o país tem que provar ao mundo que tem condição e, principalmente, organização suficientes em seu mercado acionário para competir em pé de igualdade com outros grandes mercados internacionais.

Entretanto, em certas situações, o Estado deve estar presente para apoiar as práticas de governança corporativa em empresas 100% privadas. A situação mais comum é, por exemplo, a do BNDES, empresa pública federal, com personalidade jurídica de direito privado e com patrimônio próprio que desde 2000 elegeu como uma de suas prioridades o auxílio no desenvolvimento do mercado de capitais. Foi nesse ano que o banco lançou o Programa de Apoio às Novas Sociedades Anônimas com o objetivo de atingir as pequenas e médias empresas através de operações de capital de risco, estimulando nelas a prática dos mecanismos de governança corporativa. De acordo com o programa, o BNDES participaria do crescimento dessas empresas através da subscrição de ações ou mesmo debêntures conversíveis em ações, numa porcentagem máxima de 35% do total do capital futuro da empresa após a emissão dos novos títulos. Isso tem sido feito até os dias atuais, inclusive em grandes transações, pelo BNDES ou pelo BNDESPAR (BNDES Participações), que é uma subsidiária do BNDES criada com o objetivo de possibilitar a subscrição de valores mobiliários no mercado de capitais. Obviamente que para contar com esse forte apoio do

²⁵³NOVO MERCADO Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/Novos-regulamentos-do-Novo-Mercado-e-dos-Niveis-Diferenciados-de-Governanca-11-04-08.asp>>, Acesso em: 09 de outubro de 2011, às 17h40min.

BNDES a sociedade em questão deve se sujeitar ao regulamento das práticas de governança corporativa estabelecidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social.²⁵⁴

A CVM, em junho de 2002, publicou a Cartilha de Governança ou Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Essa cartilha lista todas as práticas de governança corporativa que devem ser utilizadas na administração das empresas, principalmente aquelas que negociam ações e títulos em bolsas de valores; estas, mais que todas, devem se sujeitar aos critérios da governança no que concerne à transparência administrativa, à devida prestação de contas aos acionistas e aos investidores (até mesmo para aqueles que ainda não investiram, os investidores em potencial) e outras tantas práticas que o Novo Mercado já adotava facultativamente. Essas práticas contidas na cartilha da CVM são uma recomendação. Entretanto, essa comissão pretende, com o tempo, exigir a inclusão, nas informações anuais das companhias abertas, o quanto estas estão aderindo a tais práticas, ou seja, qual é o grau, o nível de adesão das empresas às práticas de governança em suas administrações naquele sentido já observado: “pratique ou explique”.

O objetivo da CVM é exatamente o de questionar as empresas que deixarem de praticar a boa governança corporativa e aplicar seus princípios na administração da companhia. Isto é, ao não adotar uma determinada regra adequada aos princípios da governança, a companhia não o fez por quê? Daí a empresa terá que se adequar aos mecanismos da governança ou dispor de boas razões para não colocá-los em prática. A CVM, como principal órgão fiscalizador do mercado de capitais, principalmente das companhias abertas, que lidam com toda sorte de investidores, deve ficar atenta principalmente em relação aos pequenos investidores, às poupanças populares, aos fundos de pensão, às minorias em geral, que, além de terem proteção especial da legislação societária brasileira, inspirada nas práticas de governança corporativa, se configuram como a parte mais fraca e que mais pode ser prejudicada em investimentos de risco como os do mercado de ações brasileiro.

Outra importante prática governamental no sentido de se incorporar as práticas de governança à realidade do mercado de investimentos começou em 2001, com uma Resolução do Conselho Monetário Nacional que permitia que as entidades fechadas de previdência (fundos de pensão) investissem maior percentual do capital recolhido em ações se estas fossem emitidas por companhias que observassem os mecanismos e princípios da governança corporativa. Essa resolução foi várias vezes modificada e revogada no sentido de aprimorar

²⁵⁴BNDES

Disponível

em

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Subscricao_de_Valores_Mobiliarios>, acesso em: 10 de outubro de 2011, às 7h45min.

seu texto. Mas a atual Resolução n. 3.846/2010 do BACEN²⁵⁵ mantém a possibilidade de esses fundos de pensão continuarem a investir no mercado de ações daquelas companhias que estão devidamente listadas nos Níveis 1 e 2 da Bovespa ou, de preferência, no Novo Mercado e que são detentoras desses selos.²⁵⁶

3.6.2 Detalhes do processo de alavancagem no Brasil

O que resta concluso é que as práticas de governança corporativa vêm se transformando numa efetiva preocupação das sociedades anônimas por todo o mundo e das economias de países desenvolvidos e em desenvolvimento, como o Brasil. Outra importante conclusão sobre governança corporativa é que suas práticas estão cada vez mais aprimoradas. Percebe-se que com o passar dos anos as relações entre acionistas majoritários e minoritários, entre acionistas e administradores estão se reestruturando e se tornando melhores. As práticas de governança corporativa tornam-se, portanto, cada vez mais presentes. E, como resume André Carvalhal, estão estampadas em vários setores públicos e privados do mercado econômico do país:

A abertura econômica brasileira, o aumento dos investimentos estrangeiros no país, o processo de privatização de empresas estatais e o crescente número de empresas brasileiras acessando os mercados internacionais têm estimulado e tornado essencial o esforço em busca das boas práticas de governança corporativa. Entre as principais iniciativas de estímulo e aperfeiçoamento do modelo de governança corporativa das empresas no país destacam-se: criação do Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo, a nova Lei das S/A (Lei 10.303/2001), a regulamentação dos fundos de pensão (Resolução CMN 2.829/2001), atuação do BNDES no mercado de capitais, o Código de Boas Práticas de Governança Corporativa do IBGC e as recomendações da CVM sobre Governança Corporativa.²⁵⁷

Um importante dado levantado pelos estudiosos da governança corporativa é o de que no caso de mercados emergentes, como o Brasil, ou seja, que ainda não têm uma

²⁵⁵ **BACEN** - Banco Central do Brasil: O Banco Central do Brasil foi criado em 1964, para atuar como órgão executivo central do sistema financeiro nacional. Suas principais atribuições são (1) Emitir papel moeda e moeda metálica; (2) Executar compra e venda de Títulos Federais (através de operações de *Open Market*) tanto para executar Política Monetária como para o próprio financiamento do Tesouro Nacional; (3) Receber depósitos compulsórios e voluntários do sistema bancário, assim como realizar operações de redesconto e outros tipos de empréstimos às instituições financeiras. (4) Ser o depositário das Reservas Internacionais do País. (5) Autorizar o funcionamento, fiscalizar e aplicar as penalidades previstas a instituições financeiras. Todas essas atividades do Banco Central, no Brasil, são reguladas pelo CMN (Conselho Monetário Nacional). Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

²⁵⁶ BACEN Disponível em: <http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/BACEN/2010/3846.htm>, pesquisado em 10.10.2011, às 9h20min.

²⁵⁷ CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Direito Mercantil*, n. 133, ano XLIII, jan.-mar. 2004, p. 81.

governança corporativa efetivamente implantada e tampouco uma legislação rigorosamente respeitada, o sistema de alavancagem de capital aumenta o valor das empresas que detêm um poder de controle bastante separado e distinto dos direitos ao fluxo de caixa. Isso ocorre porque a alavancagem é o ato de se contrair mais dívidas para aumentar o capital da empresa. Nesse sentido, fazendo uma correlação entre a alavancagem, a desconcentração do fluxo de caixa e a concentração do poder de controle dos acionistas, Carvalhal tira suas primeiras conclusões:

A inclusão das variáveis de governança corporativa apresentou melhora na determinação da alavancagem financeira. Embora nenhuma das variáveis de governança tenha apresentado significância estatística, os sinais dos coeficientes confirmam o previsto pela teoria: (i) a concentração dos direitos de voto tem relação positiva com a alavancagem financeira; (ii) a concentração dos direitos de fluxo de caixa tem relação negativa com a alavancagem financeira; e (iii) a separação entre a concentração dos direitos de voto e fluxo de caixa dos controladores tem relação positiva com a alavancagem financeira.

Uma vez que a concentração do controle tende a diminuir o valor da empresa em virtude da possibilidade de expropriação dos acionistas minoritários, podemos esperar que as empresas com grande concentração de controle tenham um alto nível de endividamento, já que o acionista exigirá retornos elevados devido à possibilidade de expropriação e, portanto, o financiamento através da emissão de dívidas torna-se uma fonte mais barata para financiar os investimentos.²⁵⁸

Aqui se observa que a prática específica da pulverização de ações ou desconcentração e descentralização do poder de controle total nas mãos dos majoritários, criando mecanismos que protejam verdadeiramente o minoritário, é a parte da governança corporativa que mais se impõe. A presença dessa concentração de poder excessivo nas mãos de um controlador que tem inclusive condição de se expropriar dos lucros dos minoritários somente prejudica a empresa que quer abrir e expandir seu capital sem ter que se endividar com bancos e financiamentos. Assim, se as empresas de capital aberto, com grande poder de controle concentrado, visam às poupanças populares e aos investidores institucionais, seu compromisso com as práticas de governança corporativa terá que ser redobrado, pois será essa atitude administrativa – de passar confiabilidade e de comprovar que protege e tem compromisso com todos os acionistas e *stakeholders* – que fará com que o mercado de risco torne-se mais confiável e interessante a qualquer modalidade de investimento. O que mais se espera, portanto, das boas práticas de governança corporativa, especificamente para o quadro econômico e para o mercado de capitais brasileiro, é que haja maior dissociação entre estrutura de controle (administração) e propriedade.

²⁵⁸ *Op. cit.* p. 88 e 89.

Essa estrutura de controle tem que ser muito bem definida, e a dissociação de tarefas dentro da companhia é que caracteriza o rigor administrativo compatível com as boas práticas de governança corporativa. O poder administrativo não pode ficar concentrado a ponto de ser possível essa usurpação, essa expropriação dos direitos, dos poderes e, principalmente, dos lucros e dividendos dos minoritários. As práticas de governança, rigorosamente seguidas, tranquilizam o mercado e apresentam uma possibilidade real de menores riscos aos investidores.

André Carvalhal trata da importância de se compreender essa estrutura de controle e assevera:

A compreensão da estrutura de controle e propriedade é de fundamental importância uma vez que ela influencia diretamente a eficiência do mercado por controle corporativo. Primeiramente, ela mostra o grau de diversificação de risco dos acionistas. Outro ponto importante é que ela demonstra um potencial problema de agência na direção da firma. Pode haver um problema de agência entre administração e os acionistas, pois a primeira pode não estar maximizando o valor para os últimos. Quando há um agente que pode influenciar o controle de uma companhia, um novo problema de agência pode surgir, desta vez entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários.

(...)

Os direitos de fluxo de caixa (propriedade) e voto (controle) podem ser bastante diferentes devido ao uso de ações não votantes (ações preferenciais), pirâmides, estrutura cruzada (*cross holdings*), além de acordos para exercício do direito a voto, ou do poder de controle.²⁵⁹

É aí que se mostram as boas práticas da governança corporativa, pois se no seu início a governança se preocupou apenas, tradicionalmente, com a resolução de conflitos de interesse entre administradores e acionistas, atualmente a problemática se tornou mais vasta e complexa. Esses conflitos não se resumem mais somente à disputa entre administradores e acionistas; os agentes dos atuais conflitos abrangem todo o conceito de *stakeholders*, ou seja, acionistas minoritários, majoritários, credores, gerentes, administradores, empregados, consumidores, o Estado e a própria comunidade em geral. Toda essa gama de relações é que deve ser respeitada, incluindo-se nas práticas de governança corporativa o melhor tratamento possível entre acionistas controladores e *stakeholders*, em qualquer dos casos.

Nos EUA a prevalência de grandes companhias com capital aberto bastante diluído entre milhares de pequenos acionistas minoritários é muito comum. Isso se dá, de modo geral, em qualquer economia que tenha como padrão de governança corporativa o modelo anglo-saxão.

²⁵⁹ *Idem.* p. 82.

Entretanto, no modelo nipo-germânico, principalmente em países emergentes como o Brasil, o incentivo à diluição desse capital é quase forçado, pois a realidade é oposta: no modelo nipo-germânico a concentração de capital e a presença de acionistas majoritários é muito grande, tornando-se ainda maior em mercados emergentes como o do Brasil e piorando ainda mais com uma legislação que pouco protege as minorias. É claro que internamente, para monitorar melhor os administradores independentes, o acionista majoritário ou um grupo que exerça um grande poder de controle têm suas vantagens.

Em 2001 uma nova legislação acionária acrescentava importantes dispositivos e elementos da governança corporativa aos já consolidados dispositivos de 1976. Em 2001 também foram criados os novos selos Bovespa: Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado. E desde então as empresas aderem cada vez mais às práticas de governança, tentando achar espaço no competitivo mercado internacional que hoje não tem fronteiras. Mas o poder de controle está muito longe de ser difuso como nas companhias do modelo anglo-saxão de governança corporativa; assim, o empresariado brasileiro continua tentando abrir o capital, mas manter o poder de controle sobre suas empresas, como leciona André Carvalhal:

Os proprietários finais podem desejar abrir o capital de uma empresa, mas não correr o risco de perder o controle sobre a mesma. Firms com um proprietário final (um indivíduo ou um grupo) se utilizam de três formas principais de reduzir a sua propriedade abaixo do seu controle, isto é, abrir mão do primeiro sem abrir mão do segundo.

Os proprietários das empresas podem decidir lançar ações com direitos inferiores de voto, mantendo para si as ações com direitos superiores, não correndo, portanto, o risco de perder o controle. Podem ainda, se utilizar mecanismos de participação cruzada, isto é, fazer com que uma empresa controlada por outra possua ações de sua controladora. Os empresários podem montar uma estrutura de pirâmide, que consiste em se manter controlador de uma empresa de capital aberto que seja a controladora de outra empresa de capital aberto. Desta forma, o controle pode ser mantido com menos do que 50% mais um voto do tradicional sistema uma-ação-um-voto. Além desses mecanismos, os acordos de acionistas sobre o exercício do direito a voto ou do poder de controle também são uma forma de aumentar o controle.²⁶⁰

De qualquer modo, a alavancagem e o aumento do fluxo de capital social só podem ser feitos pelos próprios acionistas, por empréstimos bancários ou pela adesão de novos investidores. Os dois primeiros mecanismos geram significativo endividamento, além de não colocar a sociedade no centro dos acontecimentos econômicos mais importantes. A alavancagem que se dá através da conquista do mercado acionário pela via de novos investidores, por seu turno, exige práticas cada vez mais rígidas de governança; e estas práticas já se refletem de forma positiva e significativa dentro da comunidade local, entre os

²⁶⁰*Idem.* p. 84.

empregados das empresas adeptas, no meio ambiente, perante o Estado, enfim, a adesão à governança corporativa foi o único meio encontrado pelas grandes empresas de disputar um lugar nos patamares mais elevados do mercado de capitais mundial, ou seja, foi uma adesão forçada e que a princípio visava puramente à maximização do lucro.

A governança corporativa e a adesão aos seus mecanismos principais já foram responsáveis pela criação de fundações, projetos ambientais, projetos educacionais, pela integração da comunidade, pela geração de empregos, pela melhoria da qualidade de vida, pelo crescimento regional, tanto econômico, quanto populacional em certas áreas, pelo aumento da pesquisa e da tecnologia empregadas, pelo aumento da carga tributária e da consequente melhoria de certos serviços em certas regiões, pela qualificação de trabalhadores, enfim, a implementação efetiva da governança corporativa dentro de grandes companhias brasileiras gera e continuará gerando reflexos sociais concretos.

3.7 O DETALHAMENTO DAS OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO NO BRASIL E SUAS PARTICULARIDADES ANTE A PRÁTICA DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

3.7.1 Histórico, conceitos e principais características das ofertas públicas de aquisição

O termo oferta pública de aquisição de ações, cuja sigla conhecida no mercado de valores é OPA, é, na verdade uma operação pela qual um único acionista ou uma sociedade inteira objetiva comprar uma participação na empresa – que pode ser uma participação minoritária, mas que geralmente vem com a compra também do poder de controle – a totalidade das ações da empresa cotada nas bolsas de valores ou mercados de balcão. O “*take over*”, ou seja, a busca de aquisição do poder de controle, pode se dividir em fases e classificações diversas e teve sua primeira aparição em Londres, sendo mais concretizada no EUA nos 1980. As ofertas públicas, no mundo todo, têm sido na verdade um meio de crescimento e de alavancagem das empresas.²⁶¹

²⁶¹AGNELLET, Philippe; GEOFFROY, Laurent & VIARNAUD, Jean Claude. *OPA et strategies anti-opa, une approche internacional*. Paris: Editions Eska, 1989, pp. 44-47.

Assim a oferta pública passou a ser mais um mecanismo de reestruturação das sociedades anônimas. Nesse comenos, lições preciosas são as de Giovana Mazetto Gallo, que disciplina:

Recentemente, assistimos às megaofertas que ensejam megafusões internacionais, em virtude tanto do desenvolvimento tecnológico como da globalização da economia e das novas necessidades dos países em desenvolvimento que apresentam um alto percentual de crescimento do seu Produto Interno Bruto (PIB)²⁶², como a China.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais, nos vários países, passamos a ter, ao lado das ofertas nacionais, as regionais e as internacionais, realizadas nos diversos países em que as companhias têm as suas ações negociadas em Bolsa. As operações e a ordem de grandeza dos seus valores mudaram, passando a alcançar, em certos casos, dezenas de bilhões de dólares. Essa nova dimensão decorrente da evolução econômica teve repercussões no próprio regime das ofertas públicas, pois a grande mudança quantitativa enseja, em certos casos, uma mudança qualificativa, que, por sua vez, exige uma mudança do regime legislativo.

A matéria é tratada de modo distinto nas várias legislações, não obstante o esforço realizado, recentemente, na Europa, para uma harmonização legislativa, que não pretende ser uma unificação do regime legal, dando, ao contrário, certa faixa de liberdade a cada Estado na sua regulamentação dessa matéria. Esse caráter nacional das normas referentes às ofertas públicas se explica pelo conteúdo econômico e político do regime de fusões e aquisições.²⁶³

Na verdade as várias legislações acionárias pelo mundo estão, atualmente, numa tendência muito forte de se unificar pela necessidade que cada Estado tem de adaptar todas as empresas que querem com solidez concorrer no mercado de capitais internacional. A tendência não é criar uma única legislação, mas sim fazer com que todas as legislações sejam rigorosamente cumpridas e que todas elas busquem um padrão de excelência, um padrão de qualidade único – ou seja, a aderência às práticas de governança corporativa disseminadas pelo mundo todo.

Daí se observa que, mesmo não havendo a unificação de uma legislação acionária sem fronteiras para todos os países e que regule de forma igual o mercado internacional, os

²⁶²**PIB (Produto Interno Bruto):** É a medida do produto gerado na economia durante um determinado período de tempo. O cálculo é feito em unidades monetárias (Reais, Dólares, etc) porque essa é a única forma de somar coisas tão distintas como bens (carros, toneladas de trigo, etc) e serviços (o produto gerado em escolas, bancos, barbeiros, hospitais, etc). A sua variação anual reflete o quanto a economia produziu a mais, ou a menos, que no ano anterior. A variação de 5,8% em 1994, por exemplo, mostra o quanto os brasileiros produziram a mais neste ano em relação ao anterior, já descontada a inflação do período. Por outro lado, é muito importante relacionar o crescimento da produção com o da população do país, pois, é esta relação que determinará se, na média, a população está "enriquecendo" ou não. Como exemplo pode-se observar os resultados do ano de 1991: mesmo com o crescimento de 0,3% do PIB, a evolução do PIB per capita foi negativa (-1,3%), evidenciando que a população cresceu mais do que a produção naquele ano, mostrando que, na média, a população empobreceu. É importante lembrar que o PIB per capita é apenas uma média indicativa: a distribuição deste ganho ou perda se dá de forma desigual entre as diferentes pessoas, e este efeito não é captado por este indicador. Fonte: Dicionário do Mercado Financeiro e de Capitais.

²⁶³GALLO, Giovana Mazetto. As ofertas públicas. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 34/2003, out.-dez., p. 566, 2003.

princípios básicos das intenções que o mercado possui estão embutidos na maioria das legislações ou nas atividades extralegais de cada país com um mercado econômico desenvolvido ou em desenvolvimento. Em todas essas legislações os princípios constitucionais e comerciais estão aparentes e todas elas têm pelo menos duas características marcantes que as igualam e aproximam. A primeira característica é a presença do princípio da igualdade entre os titulares de ações ou outros títulos, ou seja, para que uma empresa se consolide no mercado internacional e consiga competir, *pari passu*, com as grandes companhias mundiais, os direitos reservados a uns devem ser igualmente respeitados e reservados aos outros; esse é o princípio da isonomia, da equidade, da igualdade. Essa realidade não comporta a expropriação acionária dos minoritários, os acordos irregulares de acionistas, os desvios, as fraudes, os boicotes, etc.

Em segundo plano, para uma unificação de atividades no mercado internacional, para se criar um selo de qualidade para as empresas que realmente estão aptas a competir de igual para igual com qualquer outra no mundo há, fundamentalmente, a necessidade da presença do princípio do *full disclosure*, da lealdade, ou seja, da transparência em qualquer tipo de relação dentro da empresa ou fora dela. Sem essas duas principais características, qualquer empresa não terá chance de se solidificar, de se manter e muito menos de se valer das ofertas públicas para a aquisição de seus títulos no atual mercado de capitais mundial: competitivo, rigoroso, rígido e altamente comprometido com as práticas da governança corporativa, objetivando não apenas a maximização dos lucros empresariais, mas com um objetivo muito maior que abrange o bem-estar e crescimento comuns de trabalhadores, da comunidade em geral, das práticas de transparência e prestação de contas e até da manutenção do meio ambiente ecologicamente preservado para as atuais gerações e as gerações futuras. Enfim, os conceitos de globalização, crescimento econômico e de um mercado de capitais sem fronteiras estão intimamente casados com os conceitos de sustentabilidade, de conservação ambiental e da função e justiça sociais – marcas das grandes empresas do futuro.

As ofertas públicas no cenário brasileiro também possuem a sua história. Esta muito se assemelha às demais do resto do mundo, com as particularidades da legislação e do comportamento brasileiro ante a economia do país. Giovanna Mazetto, sobre esse cenário brasileiro, apresenta importantes lições:

Com a evolução do mercado de capitais brasileiro, impulsionada no final dos anos 90 pela inserção do país no mercado global de capitais e pela consequente emissão, por empresas brasileiras, de valores mobiliários no exterior, as exigências e os procedimentos relacionados à emissão de valores mobiliários foram se tornando cada vez mais sofisticados.

O aperfeiçoamento do mercado de capitais, abrangendo a qualidade e transparência necessárias, somente poder ser alcançado com a fixação de normas adequadas que visem à proteção do mercado e dos investidores, com a fiscalização e repressão de irregularidades, abusos e ilicitudes e com o fortalecimento das instituições que o integram.

A internacionalização econômica, além de trazer novos recursos financeiros e novas técnicas, impõe cada vez mais a adoção dos padrões e práticas estrangeiras nos mais diversos aspectos do mercado de capitais. A demanda pelo *full disclosure* sobre os títulos levados à negociação pública cria a necessidade da utilização de prospectos e métodos informativos cada vez mais complexos e detalhados.²⁶⁴

As práticas de governança corporativa tornaram o mercado de capitais mais exigente, e a exigência do mercado tornou as práticas de governança corporativa mais rigorosas. E nessa dialética, atualmente, as empresas brasileiras tentam cada vez mais e mais rapidamente se adequar aos moldes e padrões internacionais de qualidade e referência. Como as OPAs dizem respeito e interessam principalmente aos investidores, a governança corporativa, sua transparência, equidade, seu rigor no cumprimento de leis não poderiam estar mais presentes também nesse setor nos dias atuais.

Desse modo, num esforço comum entre a CVM, o IBGC, a Bovespa e outras entidades interessadas, a regulamentação brasileira relativa ao mercado de capitais, especificamente às ofertas públicas de aquisição de ações, sofreu um notável desenvolvimento. Esse crescimento de ofertas públicas é demonstrado por Giovanna Mazetto nos quadros abaixo, que apontam os tipos de ofertas públicas de aquisição, as que foram registradas pela CVM, as indeferidas pelo órgão e as arquivadas. É significativo esse crescimento se forem observados os números e as estatísticas da última década.

Esses quadros financeiros da última década pode demonstrar, além da quantidade e ofertas públicas que foram analisadas pela CVM, um outro fator importante: existem tipos diferentes de OPAs. E cada uma delas tem suas características e regramentos próprios. Mas foi mesmo a Instrução n. 361 da CVM, em 2002, que regeu e que, ao longo do tempo, sofreu modificações acerca das ofertas públicas no Brasil.

3.7.2 O regime jurídico das ofertas públicas no Brasil e suas principais classificações

A antiga Instrução n. 361 da CVM trouxe os tipos de OPA existentes, seu disciplinamento legal e suas características. Giovanna Mazetto trata dessa importante classificação e aponta as seguintes modalidades de OPAs:

²⁶⁴ *Op. cit.* p. 567.

- a) *OPA para cancelamento de registro*: é a OPA obrigatória, realizada como condição do cancelamento do registro de companhia aberta, por força do art. 4º, § 4º, da Lei 6.404/1976 (“LSA”) e do art. 21, § 6º, da Lei 6.385/1976;
- b) *OPA por aumento de participação*: é a OPA obrigatória, realizada em consequência de aumento da participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta, por força do art. 4º, § 6º, da Lei 6.404/76;
- c) *OPA por alienação de controle*: é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76;
- d) *OPA voluntária*: é a OPA que visa à aquisição de ações e emissão de companhia aberta, que não deva realiza-se segundo os procedimentos específicos estabelecidos na Instrução CVM 361/2002 para qualquer OPA obrigatória referida nas alíneas anteriores;
- e) *OPA para aquisição de controle de companhia aberta*: é a OPA voluntária de que trata o art. 257 da Lei 6.404/76 e seguintes; e
- f) *OPA concorrente*: é a OPA formulada por um terceiro que não ofertante ou pessoa a ele vinculada, e que tenha por objeto ações abrangidas por OPA já apresentada para registro perante a CVM, ou por OPA não sujeita a registro que esteja em curso.²⁶⁵

Essas seis modalidades de oferta pública para aquisição de ações estão plenamente reguladas na legislação acionária, como se observam os §§ 4º e 6º do art. 4º, do art. 254-A, ou mesmo do art. 257, todos da LSA.

Todas as ofertas públicas tratadas nesses artigos disciplinam companhias abertas. E como se sabe que, para uma companhia ser aberta, ela deve necessariamente se registrar junto à CVM, o seu cancelamento do seu registro só pode ser feito através de uma oferta pública para que os investidores interessados possam adquirir a totalidade das ações circulantes, com um preço igual ou inferior ao da avaliação da companhia. Esses valores serão também analisados e a CVM também participará desse cancelamento e dessa oferta pública, que no caso de cancelamento de registro é obrigatória.

Se a primeira modalidade de oferta pública consistia no cancelamento do registro da companhia, a segunda hipótese se converge no aumento da companhia, ou seja, os acionistas já controladores da companhia, com o aumento do número de ações disponíveis no mercado, aumentam também sua participação de controle. Esses acionistas devem, obrigatoriamente, adquirir tais ações para impedir a liquidez do mercado em função das ações remanescentes, sendo, nesses casos, obrigados a fazer uma oferta pública, adquirindo assim a totalidade das ações que ficaram remanescentes no mercado.

No caso específico da OPA por cancelamento de registro junto à CVM, essa oferta pública não é uma faculdade da empresa, é uma obrigatoriedade legal (art. 4º, § 4º da LSA).

²⁶⁵ *Op. cit.* p. 569 e 570.

Dessa forma, o fechamento do capital de uma empresa aberta só é deferido pela CVM (e esse deferimento é necessário para o pleno funcionamento da companhia), caso antes seja feita uma oferta pública para aquisição de ações e somente após essa OPA é que se dá o cancelamento do registro junto à CVM.

Nesse sentido, sábias são as lições de Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, que veem duas finalidades, dois objetivos fundamentais nesse regramento do cancelamento de registro das companhias abertas. Os autores lecionam e afirmam ser fundamentais os seguintes objetivos:

- (i) possibilidade de impedir o fechamento de capital da companhia; e
- (ii) assegurar a todos os minoritários a possibilidade de alienar as suas ações por preço conveniente, de sorte a não compeli-los a manterem-se acionistas de uma companhia cujas ações não possuam liquidez no mercado e que não esteja obrigada a prestar informações mínimas aos investidores.²⁶⁶

Daí se revela a motivação da OPA no caso de cancelamento de registro. Primeiramente a tentativa se impedir o fechamento do capital da empresa, e, em segundo plano, a de dar a possibilidade de escolha ao minoritário. Pois é o majoritário que detém o poder de controle, e, mesmo que o minoritário não queira o cancelamento do registro, o majoritário pode impor isso a ele.

Por sua vez, a OPA por aumento de participação, regrada pelo art. 4º, § 6º da LSA, deve se realizar obrigatoriamente nas circunstâncias em que o acionista controlador ou um grupo de acionistas em acordo que controlem a companhia resolvam adquirir ações da companhia que representem mais de 1/3 do total de ações daquela espécie e que estejam circulando no mercado. A oferta pública abrangerá, portanto, todas as espécies de ações afetadas (ordinárias, preferenciais sem direito a voto, preferenciais com direito a voto, etc.). E nesse sentido o parágrafo sexto do citado artigo da LSA, bem como o art. 4º-A são muito claros quanto a esses direitos, que também visam proteger as minorias e não consolidar poderes ilimitados nas mãos dos controladores:

Art. 4º (...)

§ 6º. O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço

²⁶⁶ *Op. cit.* p. 47.

determinado nos termos do § 4º, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado.

(...)

Art. 4º-A. Na companhia aberta, os titulares de, no mínimo, 10% (dez por cento) das ações em circulação no mercado poderão requerer aos administradores da companhia que convoquem assembleia especial dos acionistas titulares de ações em circulação no mercado, para deliberar sobre a realização de nova avaliação pelo mesmo ou por outro critério, para efeito de determinação do valor de avaliação da companhia, referido no § 4º do art. 4º. (...).²⁶⁷

No mesmo sentido que as ofertas públicas de aquisição por cancelamento de registro são feitas para a proteção das minorias acionárias, evitando-se a falta de liquidez e o prejuízo desses acionistas, as ofertas públicas de aquisição de ações por aumento de participação também objetivam proteger as partes mais fracas dessa relação. A elevação do poder de controle dará ao acionista majoritário ainda mais condições de mando dentro da empresa, o que talvez não seja suportável para o acionista minoritário.

A OPA por alienação de controle, contida no texto do art. 254-A da LSA, é aquela já conhecida quando o controlador pretende alienar seu poder de controle e isso lhe gera um ágio em relação ao valor real de suas ações, pois o comprador não está só comprando um lote de ações, mas sim um lote que lhe garanta controlar a sociedade. Nesse ínterim, é que surge a justiça do citado artigo que afirma que pelo menos 80% desse ágio, pelo mecanismo do *tag along*, deve ser pago também ao minoritário, mesmo que esse não forneça ao comprador nenhum poder de controle, já que é minoria. Mas aqui é importante analisar fatos recentes que retiraram, devolveram, diminuíram e aumentaram esse direito do minoritário. As resumidas palavras de Giovanna Mazetto cumprem bem esse papel, *ad litteram*:

A Lei 6.404/76, na antiga redação do art. 254, e na atual redação do art. 254-A, estabelece, como condição necessária para a alienação do controle, a realização de oferta pública de compra das ações com direitos de voto da companhia.

Inicialmente, o tratamento dado a todos os acionistas minoritários devia ser igualitário (art. 254, § 1º, da Lei 6.404/1976).

Com a promulgação da Lei 9.457/1997, foi revogado o art. 254 da LSA, eliminando-se, assim, a obrigatoriedade da oferta pública de aquisição de ações dos minoritários por ocasião da alienação do controle de companhia aberta. A extinção do tratamento igualitário, por ocasião da alienação do controle de companhia aberta, fundamentou-se, conforme a justificação do “Projeto Kandir”, na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação.

A Lei 10.303, de 31.10.2001, restabeleceu, embora parcialmente, o direito dos acionistas minoritários de vender suas ações ao adquirente do controle de companhia aberta. A medida se inclui no conjunto de iniciativas tendentes a melhor amparar os direitos das minorias acionárias, com vistas ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. Assim, atualmente, deve ser assegurado aos acionistas

²⁶⁷Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>, acesso em: 20 de outubro de 2011, às 19h.

minoritários o preço mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor pago aos integrantes do bloco de controle (art. 254-A, da Lei 6.404/1976).²⁶⁸

O que se observa é que o art. 254, em sua redação original, conferia mais direitos aos minoritários do que o atual art. 254-A. Antes da reforma de 1997, a alienação do poder de controle conferia ao minoritário o ágio idêntico ao do controlador, ou seja, 100% do ágio pago ao controlador eram também pagos ao minoritário, apesar de este não oferecer poder de controle. Com as mudanças na legislação acionária trazidas em 1997 o mecanismo do *tag along* simplesmente desapareceu.

O controlador vendia suas ações por um preço “X” e vendia o seu poder de controle por um preço “Y”. Assim os acionistas controladores recebiam a soma de “X + Y”. Já o acionista minoritário, se quisesse vender suas ações e se o adquirente tivesse interesse em adquiri-las, receberia apenas o valor da ação, ou seja, “X”. Sendo o ágio do controlador o “Y”. Antes da reforma de 1997, controlador e minoritário receberiam o ágio total, ou seja, ambos receberiam “X + Y”. Com a reforma, apenas o controlador recebia o ágio (X + Y), o minoritário não recebia nenhuma porcentagem desse ágio de acordo com a lei (só se houvesse um acordo estipulado pelas partes, pois não havia mais a obrigatoriedade legal). Com as modificações trazidas em 2001, a situação original de tratamento igualitário não voltou; entretanto, o minoritário atualmente recebe pelos menos 80% daquilo que recebe o controlador pela alienação do poder de controle. Ou seja, atualmente o controlador continua a receber “X + Y” e o minoritário recebe, no mínimo, “X + 0,8Y”.

Ainda sobre o tema da importância da oferta pública nos casos de alienação do poder de controle, insta salientar os argumentos de Nelson Eizirik, que escreve:

A Oferta Pública de Aquisição constitui uma proposta irrevogável, caracterizando-se como uma declaração unilateral de vontade, obrigando o ofertante, nos termos do art. 1.080, do CC/1916 (art. 427, do CC/2002) e não estando sujeita a eventuais alterações pela vontade do ofertante. Nos termos da regulamentação administrativa da CVM, após a publicação do Edital, a OPA será imutável e irrevogável, podendo a CVM, caso tenham ocorrido alterações substanciais e imprevisíveis nas circunstâncias, autorizar a sua modificação ou revogação (Instrução 361, art. 4º, IX e art. 5º). Ainda conforme a mesma Instrução (art. 4º, VIII), a OPA somente poderá sujeitar-se a condições cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas.²⁶⁹

²⁶⁸ *Op. cit.* p. 578-580, 2003.

²⁶⁹ *Op. cit.* p. 243.

Portanto, as normas atualmente consignadas na LSA, independentemente de um contrato estabelecido, garantem o direito, principalmente tentando resguardar o minoritário, de OPA nos casos de aquisição do poder de controle. E o interessante é que essa alienação, que só será feita através de oferta pública, pode ser tanto direta, quanto indireta, sendo o responsável pela realização da OPA o adquirente do controle. Por fim, vale ressaltar que quem adquire o poder de controle tem a facultatividade de oferecer aos minoritários destinatários da OPA um prêmio que minimamente tenha equivalência à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago às ações do bloco dos controladores (Instrução da CVM 361/2002, art. 30, § 2º).

A OPA voluntária, por sua vez, é a simples colocação de ações abertas ao público, sendo ofertadas a este sem as regras de obrigatoriedade anteriores. O que já é diferente nas OPAs que servem para aquisição de controle da companhia aberta e que estão plenamente caracterizadas pelo art. 257 e nos seguintes da LSA. Esse tipo de oferta pública traz a figura obrigatória do *underwriter*, ou seja, de um banco que intermedeie essas negociações. Vale ressaltar que o instrumento da oferta de compra deve ser assinado tanto pelo alienante quanto pelo banco responsável pela transação como garantia contratual que garanta o pagamento por parte do comprador.

A oferta pública para aquisição de controle da companhia aberta nada tem a ver com a oferta pública para alienação do poder de controle da companhia. A primeira é na verdade uma espécie da oferta pública de aquisição voluntária. Isso fica explícito nas exposições de Giovanna Gallo, como se analisa:

Tal mecanismo de mercado permite que o controle da companhia venha a ser adquirido, independentemente de qualquer negociação com o controlador da companhia – é o que se pode denominar de aquisição original do controle, em oposição ao conceito de alienação de controle.

(...)

Na OPA para aquisição de controle, este é adquirido por um grupo com pequena ou nenhuma participação anterior no capital. O grupo que pretende o controle realiza a oferta diretamente aos investidores, propondo, mediante edital, a compra de ações em número suficiente para a assunção do controle da sociedade.²⁷⁰

A autora, diferenciando a OPA para aquisição de controle de companhia aberta e a OPA por alienação ou mesmo a OPA para aumento de participação, acaba por salientar que a OPA voluntária é uma novidade audaciosa de mercado e que tende, cada vez mais, a crescer e adquirir adeptos nessa nova estrutura do mercado de capitais sem fronteiras e barreiras. A autora historia brevemente o panorama das antigas empresas brasileiras e vislumbra o que

²⁷⁰ *Op. cit.* p. 583.

será (e já está sendo), num futuro muito próximo, o mercado de capitais brasileiro. Giovanna Gallo escreve:

Com a abertura das empresas e o desaparecimento das velhas companhias familiares, o acionista deixou de ser um empresário para se tornar um investidor, deixando à diretoria as funções de planejar e executar a política comercial ou industrial da sociedade. Assim, sendo, o poder passou das mãos dos proprietários de ações aos administradores, que constituem uma “tecnocracia empresarial” que controla de fato, embora não de direito, a empresa.

Na realidade, a OPA voluntária constitui uma nova técnica, audaciosa de concentração acionária, na qual o comprador, ultrapassando as negociações com a Diretoria da companhia, chama para um verdadeiro *referendum* ou plebiscito popular os acionistas, a fim de saber se apóiam a atual política empresarial ou se preferem, mediante uma justa compensação, vender as suas ações para que a empresa encontre maior rentabilidade.

A oferta pode abranger a totalidade dos títulos ou apenas a maioria deles, admitindo diversas modalidades que vão desde o pagamento em dinheiro até troca por outras ações ou debêntures conversíveis. O que importa é a inovação em si e a necessidade de admiti-la como instrumento de atuação num mercado dinâmico, em que as empresas estáticas ou pouco rentáveis, após a sua abertura, sujeitam-se a uma mudança de controle, como meio de modernização e de concentração empresarial.²⁷¹

Essa é a realidade atual do mercado de capitais mundial. É tudo altamente volátil. As mudanças são muito rápidas e quem fica parado, não se atualiza, não evolui na mesma constância e rapidez do mercado, não consegue acompanhar isso tudo. A mudança na estrutura administrativa das sociedades às vezes se faz necessária para que esta cresça e se adéque às novidades do mercado. Essa OPA voluntária se salienta em relação às demais, pois trata-se de uma operação que se realiza com a presença e a participação ativa dos proprietários (acionistas votantes).

Por fim, a OPA concorrente é aquela em que a figura de um terceiro, que não é o ofertante nem pessoa vinculada a ele, que tem o objetivo de garantir outras ofertas públicas concorrentes já registradas ou não junto à CVM.

As OPAs que estão obrigatoriamente sujeitas ao registro junto à CVM são as ofertas públicas para o cancelamento de registro (já que o registro foi feito também junto à CVM), para o aumento da participação acionária, que também deve, a bem dos investidores e acionistas, ser observada pela CVM e por fim, a oferta pública de aquisição de ações por alienação do poder de controle, no qual os mecanismos do *Tag e Drag Along* ficam mais evidentes. Por sua vez as ofertas públicas voluntárias ou para aquisição de controle da companhia podem também se sujeitar ao registro da CVM, caso envolvam permuta por valores mobiliários, já a última modalidade só deve obrigatoriamente se registrar junto à

²⁷¹ *Ibidem.*

CVM quando concorrer com outras ofertas públicas que também estejam sujeitas ao mesmo registro, pelo princípio da isonomia e equidade das condições de oferta.

3.7.3 Os princípios e regras aplicáveis às ofertas públicas de aquisição

De acordo com as instruções da CVM, existem, entretanto, alguns princípios e regras que são comuns e aplicáveis a todo e qualquer tipo de oferta pública. A autora os identifica e explica o porquê da necessidade de segui-los à risca, como dispõe:

A Instrução CVM 361/2002 elenca os princípios a serem observados quando da realização da OPA, independentemente da sua modalidade. Dentre eles estão:

- a) a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA;
- b) a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento equitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, devendo fornecer os elementos necessários a uma tomada de decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA;
- c) a OPA SERÁ intermediada por sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento;
- d) a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA;
- e) sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, a OPA será instruída em laudo de avaliação da companhia objeto, conforme estabelecido na Instrução CVM 361/2002;
- e
- f) a OPA poderá sujeitar-se a condições, cujo implemento não dependa de atuação direta ou indireta do ofertante ou de pessoas a ele vinculadas.²⁷²

Esses são os princípios que consolidam as ofertas públicas de aquisição de ações ou outros valores mobiliários no Brasil. São princípios regentes que têm como missão proteger, tornar transparente, esclarecer, prestar contas, fiscalizar a atuação de diversos setores e pessoas relacionadas ao mercado de capitais, protegendo tanto acionistas (majoritários ou minoritários), *stakeholders* e o cumprimento e rigor da própria legislação.

Diante dos princípios que regem todas as modalidades de ofertas públicas, percebe-se que o objetivo dessa regulamentação é sintonizar as atividades das companhias brasileiras com as demais atividades de outras sociedades espalhadas pelo mundo, além de assegurar tratamento equitativo, isonômico e igualitário aos proprietários de títulos da mesma espécie, independentemente da proporção que de títulos que estes detêm. Com o seguimento dessas regras e princípios tornam-se mais fáceis as operações de ofertas públicas de aquisição de forma regular e de acordo com a legalidade de cada país.

²⁷²*Op. cit.* p. 570 e 571.

Existem, entretanto, outras classificações para as ofertas públicas de aquisição. A autora analisa a classificação quanto à forma de pagamento que utiliza métodos para a quitação da oferta pública de acordo com a proposta do ofertante. Quanto a essa classificação, ficam as preleções da autora:

A oferta pública, segundo a forma de pagamento proposta pelo ofertante, será:

- a) de compra, quando o pagamento proposto deva ser realizado em moeda corrente;
- b) de permuta, quando o pagamento proposto deva ser realizado em valores mobiliários, os quais deverão ser de emissão de companhia aberta, admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, emitidos ou a emitir;
- c) mista, quando o pagamento proposto deva ser realizado parte em dinheiro e parte em títulos referidos no inciso anterior.²⁷³

Essas são as formas de pagamento das ofertas públicas de aquisição. De uma forma ou de outra, quem vai adquirir ações ou títulos através da oferta pública deve pagar seu fornecedor de uma dessas três formas, ou em dinheiro, ou em valores mobiliários negociáveis que sejam compatíveis com o valor da transação ou mesmo das duas formas, parte em títulos e outra parte em dinheiro.

Além de listar a classificação das ofertas públicas de aquisição, cada qual com sua finalidade e características, ainda se podem classificar as OPAs em três modalidades quanto à forma de pagamento proposta pelo ofertante. Entretanto, a Instrução CVM 361/2002 fez questão de cercar todos os participantes das ofertas públicas de aquisição (ofertantes, alienantes, corretores, investidores, etc.) de várias garantias. A primeira delas tem a ver com a responsabilidade objetiva do ofertante; este deverá se responsabilizar pela veracidade, qualidade e suficiência das informações prestadas aos investidores fornecidas à CVM, bem como repassadas ao mercado de capitais. E ainda deve ser responsabilizado por qualquer dano causado a acionistas, terceiros, de forma objetiva, ou seja, provando-se culpa ou dolo, nos casos de falsidade, imprecisão ou supressão de informações prestadas aos consumidores.

Observou-se que além do proponente uma instituição financeira ou bancária deve participar das transações das OPAs; outra importante garantia dada aos participantes de ofertas públicas é exatamente que a instituição intermediária tome todas as cautelas, agindo assim com elevados padrões de diligência, probidade, assegurando as informações prestadas pelo ofertante, bem como sua veracidade, consistência, retidão e suficiência para que não haja dúvidas. Caso isso não ocorra e caso essa garantia não seja plenamente respeitada, tanto os ofertantes quanto as empresas financiadoras responderão por suas omissões, sem prejuízo das

²⁷³ *Idem.* p. 571.

sanções cabíveis caso não verifiquem a suficiência e a qualidade das informações prestadas ao mercado financeiro, a seus consumidores e investidores durante o procedimento da operação pública.

Por fim, cabem às instituições intermediárias, às corretoras e às distribuidoras de títulos a elaboração de um laudo que avalie a situação da empresa que está participando daquela oferta pública específica. E mesmo que não haja nenhum intermediador, sempre que se tratar de uma oferta pública para aquisição de ações, mesmo quando somente a própria companhia participar da OPA – através de seu acionista controlador ou por pessoas a ele vinculadas –, deverá ser elaborado um laudo que avalie a companhia. Esse laudo é como um portfólio que a companhia apresenta ao mercado e que, além de indicar critérios de avaliação, elementos de comparação adotados na oferta pública, bem como o responsável por sua elaboração, deve também estabelecer minimamente e cumulativamente regras a serem seguidas, como dispõe a autora:

- a) preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado e balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;
- b) valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;
- c) valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;
- d) valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso;
- e) declaração do avaliador (i) quanto à quantidade de ações de emissão da companhia objeto de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária; (ii) sobre o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo, se for o caso; (iii) de que não tem conflito de interesses que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções; (iv) do custo do laudo de avaliação; e
- f) as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas.²⁷⁴

Como se observa, na verdade são regras impostas às companhias. Muito mais regras que objetivam esclarecer a situação da empresa ao investidor do que regras internas a serem seguidas por todos os acionistas. Todas essas regras estão, na verdade, seguindo os princípios da transparência, da prestação de contas, da satisfação que a sociedade deve dar aos seus futuros investidores. Isso tudo se resume a uma expressão: governança corporativa. As regras

²⁷⁴ *Idem.* p. 572 e 573.

que devem ser seguidas pelas companhias para colocar suas ações em oferta pública de aquisição são criteriosas quanto ao fator informação.

Sendo que o preço médio de cotação das ações, nos últimos doze meses, serve para que o investidor tenha uma ideia do crescimento ou pelo menos de uma boa manutenção da empresa no mercado. Se nesses doze meses houver grandes oscilações nesse preço médio, ou se ele for muito baixo, o risco para os compradores é muito maior. Outro ponto importante é apurar o valor *per capita* de cada ação de acordo com as informações que a companhia presta regularmente para a CVM; e isso se justifica, pois sabendo o valor real de cada ação, o investidor terá noção de quanto vale pagar para investir naquela companhia em particular. Se o balanço patrimonial da empresa e os valores das ações são baixos e, contrariamente, a oferta pública eleva muito o valor de cada ação que coloca no mercado, o investidor terá a certeza de que está pagando um preço superfaturado caso decida mesmo assim comprar as ações ofertadas.

A avaliação da companhia, como um todo, através da entrada e saída de valores, do seu fluxo de caixa, de suas dívidas, dos pagamentos aos fornecedores, do regular cumprimento e execução dos dividendos e lucros aos acionistas e debenturistas, enfim, tudo isso deve ser obrigatoriamente divulgado pela sociedade que pretenda ofertar publicamente suas ações na bolsa de valores. Nessas regras, há avaliação da CVM e de técnicos especializados para se chegar ao valor de cada ação, mas há também a avaliação do próprio ofertante, que pode julgar ser o preço justo de cada ação um preço diverso daquele apurado tecnicamente. Juntamente com todas essas avaliações devem constar as comprovações de que foram avaliações probas e nesse caso é necessário juntar as declarações dos avaliadores em relação à quantidade de ações de emissão da empresa, os critérios adotados para a avaliação da sociedade, a sua imparcialidade, ou seja, a falta de conflitos de interesses entre esse avaliador e qualquer uma das partes (investidores ou proponentes), o custo da avaliação e até mesmo as planilhas de cálculos que levaram o avaliador a chegar a tais valores e tais constatações.

Com isso, com o segmento mínimo dessas regras (outras podem ser adotadas facultativamente pela empresa para garantir mais credibilidade à sociedade perante os futuros investidores) torna-se evidenciado que o regramento para as OPAs segue os moldes e princípios regentes da governança corporativa, pelo menos teoricamente.

O ofertante (companhia ou seu representante) e a instituição que intermediará as OPAs firmam um instrumento que contém diversos outros requisitos descrito na Instrução 361/2002 da CVM e que são fundamentais para organizar toda a tratativa e todas as

circunstâncias nas quais a OPA se dará. Outra importante regra a ser seguida é a da publicação. Esse instrumento firmado entre a instituição intermediária e o proponente deve ser publicado, sob forma de edital, no mínimo uma vez nos jornais de grande circulação dos quais habitualmente a companhia se utiliza. E essa publicação deve ser, obrigatoriamente, feita no máximo em até dez dias após a obtenção pela companhia do devido registro na CVM, naqueles casos já elencados em que este se faz necessário.

Após todos esses procedimentos obrigatórios a oferta pública de ações deverá ser feita necessariamente em leilão na bolsa de valores ou no mercado de balcão e para isso outras tantas regras também devem ser seguidas. No momento do leilão, pode haver, como em qualquer leilão, uma elevação do preço mínimo colocado à disposição dos investidores. Se houver concorrência entre investidores e todos os que estiverem presentes concordarem com essa elevação dos preços das diferentes espécies de ação, isso pode ocorrer no próprio decorrer do leilão. Há também, *a contrario sensu*, a possibilidade de que o preço mínimo seja abaixado no caso de uma oferta para a compra de todo o lote de ações disponíveis; essa negociação também é feita no momento do leilão se o ofertante assim concordar.

Outros regramentos diversos são aplicáveis às ofertas públicas. As instruções da CVM foram sendo criadas e atualizando cada vez mais esse tema (CVM 315/1999; CVM 361/2002; CVM 400/2003; CVM 429/2006; CVM 476/2009; CVM 480/2009; CVM 481/2009, etc.). Todas elas trouxeram cada vez mais regulamentações, atualizações, rigor e transparência nos processos de ofertas públicas para aquisição de valores mobiliários. E tudo isso nada mais é do que o reflexo prático, fático e circunstancial de que a governança corporativa e seus princípios estão cada vez mais enraizados nas legislações, regulamentações, instruções e na própria prática do mercado empresarial e de capitais no país. O mercado está em constantes mudanças, não há dúvida, e essas regulamentações não poderiam deixar de acompanhar as exigências concretas e as necessidades reais desse novo mercado.

As duas últimas instruções de 2009 (280 e 281) trataram de questões relativas à transparência e à prestação de contas que as empresas dão à sociedade em geral e, principalmente, aos futuros investidores em potencial. A CVM 280 trata da divulgação de informações pelas companhias abertas, através dos chamados Formulários Cadastrais e dos Formulários de Referência, ambos relativos às demonstrações financeiras da companhia. Já a outra instrução traz mais regulações nas convocações de assembleias gerais das sociedades abertas, bem como os pedidos de procuração pública para o exercício de votos de acionistas. Como se pode observar, ambas tendem a aplicar práticas de governança muito claras.

Divulgar, prestar esclarecimentos, prestar contas, enfim, deixar transparentes as atitudes da companhia tanto para o público externo quanto para o interno. Na primeira instrução a transparência favorece o investidor. Na segunda favorece o minoritário, que em muitas circunstâncias é impedido de participar das assembleias deliberativas e acaba não podendo exercer seu direito de voto.

Maria Helena Santana, presidente da CVM na ocasião das publicações, fez importantes comentários sobre as instruções 280 e 281 de 2009, como se observa:

As instruções trazem uma mudança muito grande na condição dos investidores de acompanhar empresas abertas, de cobrar explicações e desempenho. Acho que realmente trocamos de patamar e não vai ser fácil. As empresas podem estar se sentindo, neste momento, diante de uma tarefa um pouco mais árdua do que estavam habituadas. Mas, se isso consola, também para a CVM não será fácil.²⁷⁵

A presidente da CVM tem toda razão quando afirma que as empresas brasileiras não estão acostumadas com essa realidade. Entretanto, essa é a realidade lá fora; é a realidade do mercado internacional e lá fora essas práticas já estão vigentes há tempo. O Brasil, como país emergente e como economia promissora que demonstra ser, tem afrouxado muito seu setor empresarial, apesar de ter crescido enormemente. Mas ainda é pouco diante do cenário mundial e muito há que se fazer. Daí a preocupação da CVM e de outros órgãos congêneres em aplicar cada vez mais e com mais rigor todas as práticas de governança corporativa. Não é mais uma questão de capricho ou opção. Para as empresas brasileiras, aderir à governança corporativa passou a ser uma questão de sobrevivência.

3.7.4 A revisão da regulamentação das OPA's e as novidades trazidas pela Instrução CVM n. 482/2010

Sobre as novidades trazidas pela Instrução CVM 482/2010 no que diz respeito às práticas de ofertas públicas de aquisição, Luíza Rangel de Moraes traça suas primeiras explanações, que logo são concludentes e favoráveis ao uso das práticas de governança corporativa. A autora assim escreve:

A Instrução CVM 482, de 05.04.2010, acompanha esta tendência regulamentar mais recente, que privilegia a transparência das informações, a segurança e a confiabilidade dos investidores, atribuindo uma responsabilidade maior aos

²⁷⁵VALENTI, Grazielle & FREGONI, Silvia. CVM quer novas regras para aquisições. *Valor Econômico*, São Paulo, 04.01.2010, p. D1. Entrevista publicada na Seção “Eu & Investimentos”.

administradores de companhias abertas, exigindo deles posturas mais diligentes na preparação e divulgação de informações.

Nesse contexto, a Instrução CVM 482/2010, que dispõe sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, surgiu para harmonizar as normas da Instrução CVM 400, de 29.12.2003, com as regras das Instruções CVM 476/2009 e 480/2009. (...)

Com a nova Instrução, espera-se que se torne mais ágil o registro de ofertas, simplificando a análise dos pedidos, na medida em que o prospecto passa a conter apenas as informações relativas às ofertas e aos valores mobiliários a serem distribuídos, considerando que as informações relativas ao emissor já constam do Formulário de Referência, disciplinado na Instrução CVM 480/2009.²⁷⁶

Transparência nas informações; segurança e confiabilidade para os investidores; maior compromisso e responsabilidade aos administradores; postura diligente e preparação e divulgação das informações da companhia; o que seria tudo isso senão as bases fundiárias da governança corporativa? Esses princípios estão enraizados nas diversas Instruções que a CVM vem lançando na última década. E em especial, em 2010, a Comissão disciplinou regramentos que contêm todas essas práticas dentro do processo de OPAs, ou seja, a CVM objetivou com essa nova regulamentação dar mais agilidade às ofertas públicas de aquisição de títulos no mercado de capitais. E o que possibilitou essa agilidade foi exatamente uma Instrução anterior, a 480, que trouxe consigo a obrigatoriedade de que as companhias abertas preencham Formulários de Referência.

Luíza Rangel faz a análise das principais mudanças trazidas pela Instrução CVM 482/2010 e analisa cada uma delas detalhadamente. Sete foram as alterações que a autora considerou mais importantes e de pertinente análise. Seguindo seus argumentos, essas principais alterações foram transcritas e analisadas, uma a uma. E os traços da aplicabilidade da governança corporativa nas Instruções da CVM ficam cada vez mais evidentes com o passar dos anos. Comenta a autora:

Dentre as alterações mais importantes introduzidas pela nova regulamentação da CVM, passamos a analisar as seguintes:

- a) Criação de um procedimento de registro automático de ofertas para os chamados Emissores com Grande Exposição ao Mercado (arts. 6º-A e 6º-B da Instrução CVM 400/2003);
- b) Obrigatoriedade do formulário de referência como parte do prospecto de distribuição (art. 40 e Anexo III); e fim da necessidade atualização anual do programa de distribuição (art. 11);
- c) Estipulação de um termo inicial objetivo para delimitar o período de silêncio e afastamento da regra em casos de informações habitualmente divulgadas no curso normal das atividades da emissora (art. 48, IV e § 1º) e inclusão de novas exceções à regra de abstenção à negociação (art. 48, II);

²⁷⁶MORAES, Luíza Rangel de. A revisão da regulamentação sobre oferta pública para distribuição de valores mobiliários – inovações da Instrução CVM 482/2010. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 49/2010, jul.-set., p. 638 e 639, 2010.

- d) Abrangência de certas normas de conduta às instituições intermediárias, controladas, controladoras e demais sociedades do grupo, que atuem no mercado financeiro (art. 48, §§ 2º e 3º);
- e) Aprimoramento das regras de responsabilidade dos administradores da instituição líder da oferta, do ofertante e da emissora (arts. 56-A, 56-B e 56-C);
- f) Aperfeiçoamento das regras de dispensa automática de registro de oferta pública de distribuição (art. 5º);
- g) Estudo de viabilidade nas ofertas públicas passa a ser exigido somente em três casos (art. 32);²⁷⁷

A Instrução de 2003 prevê a necessidade da criação de um registro automático de ofertas. Já a Instrução de 2009 dispõe quais são as empresas que se enquadram como Emissores com Grande Exposição ao Mercado. Entretanto, somente com a nova Instrução de 2010 foi possível unir e harmonizar esses dois dispositivos legais e criar um pedido de registro automático de oferta pública, que pode demorar apenas cinco dias para passar a ser efetivo. Ou seja, a Instrução de 2010 desburocratizou o processo e possibilitou que as companhias inseridas nesse grupo seletivo venham a ter acesso ao mercado de uma forma mais rápida e eficaz, colocando seus valores mobiliários à disposição do mercado através de ofertas públicas de aquisição.

Na segunda situação citada pela autora, a Instrução de 2003 foi modificada, tornando o processo da confecção do prospecto das OPAs mais ágil, pois este será elaborado somente com informações da oferta e dos títulos ofertados, porque, com as modificações feitas em 2010, o formulário de referência obrigatoriamente incorporado já contém todas as demais informações ligadas à companhia.

A terceira situação observada pela autora trata da estipulação do período de silêncio, que hoje tem como objetivo principal igualar o acesso de investidores às informações, evitar a divulgação de informações privilegiadas, permitir um maior controle da CVM dessas informações e evitar que tais informações sejam divulgadas para agentes específicos do mercado, prejudicando os investidores em geral.

Em 2010, visando concretizar todos esses objetivos, trazer mais transparência, mais equidade e probidade, o período de silêncio foi instalado, e ficou estabelecido que as pessoas ligadas a qualquer operação pública de aquisição de ações não poderiam propagandear tais informações nos 60 dias que antecederem o pedido de registro ou desde a data em que a oferta fora decidida ou projetada. A nova instrução trouxe a regularização das motivações para a exigência do período de silêncio e ainda determinou um intervalo objetivo e concreto de 60 dias. Outra importante informação sobre o período de silêncio, disciplinado pela nova

²⁷⁷ *Op. cit.* p. 639-647.

instrução, é quanto à proibição de divulgação de informações privilegiadas à mídia – o que não impede, porém, que as empresas divulguem suas informações habituais ao mercado como sempre fazem, com balancetes, prestações de contas, etc.

Sobre a quarta situação analisada pela autora, que trata de normas de conduta, apropriadas são suas lições que devem ser transcritas *ipsis litteris*:

As normas de conduta para a emissora, ofertante e instituições intermediárias, no âmbito da oferta pública, também ganharam realce quando da elaboração da regulamentação ora em análise.

A partir do resultado da audiência pública realizada pela CVM, considerando as sugestões dos agentes de mercado, foram incluídas, na Instrução 482/2010, hipóteses adicionais de exceção à abstenção de negociação com valores mobiliários da emissora até a publicação do anúncio de encerramento da oferta.

Foram adicionadas três novas situações ao rol de exceções previsto no art. 48 da Instrução CVM 400/2003: (a) operações destinadas a proteger posições assumidas em total *return swaps* contratados com terceiros, (b) operações realizadas como formador de mercado, e (c) administração discricionária de carteira de terceiros.²⁷⁸

Com a reestruturação em 2010 foi possível realizar o aprimoramento das normas de conduta nas companhias; mas além disso essas normas foram, através da nova instrução, ampliadas até atingirem e serem aplicadas também às companhias do mesmo grupo econômico, às instituições intermediárias (controladoras e controladas), excetuando-se apenas aquelas instituições que não atuem no mercado financeiro. Desse modo, a abrangência das normas de conduta não se limitou apenas à administração das companhias. Outras entidades e pessoas tiveram, como norma de conduta transparente, proba e correta, que ser adicionadas ao grupo daqueles que deveriam se abster de negociar valores mobiliários até a data da publicação do anúncio do encerramento das ofertas.

A exigência da CVM em aprimorar cada vez mais as regras que responsabilizam os administradores das companhias que fazem as ofertas, dos próprios ofertantes e até das instituições emissoras ou intermediárias estão sendo propiciadas em cada nova instrução dessa Comissão. A CVM atualmente exige de qualquer companhia emissora de ofertas públicas uma melhora, um aprimoramento, um refinamento nas informações prestadas aos investidores (*full disclosure*). Essas práticas aumentam a transparência entre companhias e possíveis investidores, e essa transparência dá ao investidor mais confiança, mais certeza e menos medo de investir, o que, conseqüentemente, faz com que as companhias tenham maior facilidade para realizar de forma mais rápida e em maior quantidade a captação de investidores institucionais ou até de poupanças populares.

²⁷⁸ *Idem.* p. 645.

Antes da Instrução 282/2010 a veracidade de todas as informações que deveriam ser repassadas no caso de ofertas públicas eram de responsabilidade do ofertante e da instituição líder. Com as novas mudanças em 2010, essa regra foi aprimorada, incluindo-se expressamente a responsabilidade também dos administradores dos ofertantes, das próprias emissoras e das instituições líderes. Essa gama de ampliações de responsabilidades, de atividades com o caráter de predominância da transparência e da prestação de informações e de outras práticas que tornam o mercado de capitais mais seguro, principalmente no setor de ofertas públicas de aquisição, atrai cada vez mais investidores (institucionais, de poupanças populares, estrangeiros, etc.), e quanto mais esses investidores acreditarem que as mudanças legislativas e principalmente as práticas estão mesmo acontecendo, mais eles terão a confiança de investir no mercado acionário brasileiro. E com isso outros tantos investidores virão.

Por fim, mas não menos importante, observa-se que, antes da vigência da atual Instrução da CVM de 2010, o estudo de viabilidade econômica para a realização de uma OPA era um requisito obrigatório em cinco casos. Com as novas mudanças, somente em três casos de ofertas públicas de aquisição de valores mobiliários essa exigência deve ser cumprida, quais sejam: 1) em ofertas públicas de aquisição para que se dê a constituição da emissora dos títulos; 2) nos casos em que a emissora ainda se encontrar em fase pré-operacional, não estando ainda em seu pleno funcionamento; e 3) quando o capital levantado na OPA for de forma predominante destinado a tocar investimentos cujas atividades nunca foram exploradas ou desenvolvidas pela companhia emissora.

Todas essas regras trazidas pela Instrução CVM 282/2010, que regulamentaram ainda mais as questões relativas às ofertas públicas, foram criadas e consolidadas com o objetivo de trazer ao setor maior agilidade na distribuição dos títulos das empresas. Além disso, a Instrução trouxe também maior poder de divulgação das informações a serem prestadas principalmente aos investidores, com mais rapidez e transparência, apontando ainda regras certas sobre o período de silêncio. Como toda mudança, essa Instrução levará algum tempo para ser devidamente implantada, seguida e rigorosamente cumprida. Mas é esse o papel da CVM nesses 36 anos de vigência: controlar, reger, fiscalizar, proteger, enfim, trabalhar em prol do crescimento econômico do país através da adequação das empresas brasileiras aos moldes impostos pelo mercado internacional. E nisso a CVM tem tentado fazer um bom trabalho, sempre revisando suas próprias regulamentações e sempre tentando acompanhar as novidades e atualizações que o novo mercado de capitais globalizado exige, tornando o mercado brasileiro mais dinâmico, mais competitivo, mais adequado às práticas de

governança corporativa e mais capaz de se desenvolver em pé de igualdade com os demais mercados financeiros e de capitais do resto do mundo, inclusive em relação aos mercados econômicos dos países mais desenvolvidos. O objetivo principal de tantas mudanças é o crescimento e o amadurecimento do mercado de capitais brasileiro. Com isso a economia brasileira considerada emergente daqui a décadas pode estar entre as grandes economias do mundo em grau de refinamento, competitividade e solidez.

3.8 A TENTAÇÃO PROTECIONISTA E ESTATIZANTE QUE PODE ESTAGNAR O CRESCIMENTO ECONÔMICO BRASILEIRO

O Estado sempre esteve presente na estruturação das companhias e empresas no Brasil, em diversas circunstâncias e representando vários papéis. Em certas situações, no passado, o Estado era o grande patrocinador das grandes companhias e quase todas elas eram estatais.

E a prática de se unificar Estado e empresas remonta há séculos, antes mesmo da transferência da Corte para o Brasil, como, por exemplo, na criação do serviço postal em 1660, sob a administração do Império, ou mesmo a criação da Casa da Moeda da Bahia em 1662. Com a chegada da Corte portuguesa no país, as empresas estatais continuaram sendo criadas totalmente vinculadas ao Estado, como o Banco do Brasil, em 1808, a Real Fábrica de Ferro São João de Ipanema, a Usina do Morro do Pilar e a Real Manufatura de Espingardas, criada em São Paulo, todas sob a regência do Império. Após a Independência, o processo da criação de empresas estatais não se modificou. Sendo criadas a Estrada de Ferro D. Pedro II, em 1858, e a Caixa Econômica e Monte de Socorro, em 1861.²⁷⁹

Enrique Saravia leciona ainda sobre a continuidade da ação intervencionista do Estado em outros importantes momentos históricos, como se registra:

A ação intervencionista manteve-se apesar da adoção de instituições e discursos oriundos da filosofia política liberal. O Estado *gendarme*, o Estado do *laissez faire* foi uma ficção defendida em incendiados discursos pelos que apoiavam o respaldo do poder político e, às vezes, dele se beneficiavam. Mas a ação dos particulares foi tradicionalmente fraca e dependente. Mesmo na época dos grandes investimentos

²⁷⁹SARAVIA, Enrique. *Estado e empresas estatais – criação e crescimento: o papel das empresas estatais como instrumento de política pública*. Brasília – DF: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. Novembro de 2004, p. 02.

estrangeiros na área dos serviços de infraestrutura o poder “concedente” estava sempre presente para diminuir ou eliminar os riscos do empreendimento.²⁸⁰

A dependência das empresas em relação ao Estado continuou após a Proclamação da República, quando o governo ordenou a criação da empresa de navegação Lloyd Brasileiro, sendo que, nessa época, pertencentes ao Governo Federal, já existiam doze ferrovias localizadas no nordeste, sudeste e sul do Brasil.

A realidade de dependência e interligação das grandes empresas com o Estado sempre esteve presente na história econômico-financeira do país. E todos os Presidentes da República agiram mais ou menos da mesma forma: de modo protecionista e estatizante no que concerne às grandes sociedades e companhias brasileiras. Na crise da década de 1930, no primeiro governo de Getúlio Vargas, foram criadas autarquias destinadas exatamente à proteção e estímulo do crescimento econômico em vários setores, surgindo daí o Departamento Nacional do Café (1933), o Instituto do Açúcar e do Alcool (1933), o Instituto Nacional do Mate (1938), o Instituto Nacional do Sal (1940), o Instituto Nacional do Pinho (1941) e a Comissão Executiva das Frutas, do Leite, de Produtos da Mandioca e da Pesca, de 1942. Em 1935 também foi criada, pelo Estado de São Paulo, a companhia aérea VASP e outras empresas vinculadas ao Governo Federal e aos governos estaduais.²⁸¹

Enfim, os dois governos de Getúlio Vargas foram responsáveis pela criação de grandes companhias estatais. Estas estão presentes até hoje, de algum modo, na economia brasileira. A exploração dos principais serviços (extração de minério, petróleo, telecomunicações, sistema aéreo, etc.) esteve, até há poucas décadas, por completo, nas mãos do Estado. No período do Estado Novo, para apoiar o crescimento da indústria, o Estado criou a chamada indústria de base, que forneceria as matérias-primas necessárias ao desenvolvimento empresarial de todos os setores. Nessa época foram criadas a CSN (Companhia Siderúrgica Nacional – 1940), a CVRD (Companhia Vale do Rio Doce – 1942), a FNM (Fábrica Nacional de Motores – 1943), a Hidrelétrica do Vale do São Francisco – 1945 e muitas outras.

As empresas públicas e sociedades de economia mista têm seus espaços definidos até os dias atuais e há muito pouco tempo o Estado decidiu pela privatização de alguns setores da economia que já estavam praticamente obsoletos e sem o devido funcionamento. Outros setores encontram-se ainda no poder do Estado, que flagrantemente não consegue geri-los com competência, como a manutenção de estradas ou o sistema carcerário brasileiro, por

²⁸⁰ *Op. cit.*, p. 03.

²⁸¹ *Idem.* p. 04 e 05.

exemplo. Assim, a intervenção estatal, até bem pouco tempo era predominante no mercado de capitais brasileiro.

Com as privatizações na década de 1990 e com a abertura econômica do país, o Estado teve que recuar diante de sua atitude protecionista e até paternalista, deixando que a livre iniciativa e, principalmente, a salutar competitividade adentrassem também o mercado brasileiro. Se isso não ocorresse e a postura do Estado continuasse a mesma, o Brasil hoje, com certeza, não estaria entre as economias emergentes mais promissoras do mundo. A economia brasileira foi fortalecida exatamente pela abertura econômica, que propiciou inicialmente uma queda no crescimento, mas que em seguida fez com que a economia nacional ganhasse espaço no mercado acionário mundial, além da confiabilidade dos investidores.

O mercado acionário é um dos segmentos da economia mais instáveis e difíceis de se desenvolver já que depende de um grau de amadurecimento institucional e corporativo bastante elevado a ponto de aguentar a concorrência mundial. Fomentar esse mercado é, portanto, a melhor estratégia econômica para o país, pois, além de estabilizar o próprio mercado, esse fomento também traz benefícios a toda a sociedade brasileira. A partir dessas informações, faz-se necessário colacionar as lições de Maria Helena e Juliana Guimarães, que tratam dos avanços do mercado de valores imobiliários na atualidade. Para as autoras, a constatação de um encolhimento no mercado acionário, na década de 1990, e um posterior e vigoroso crescimento na atualidade são sintomas de que a economia do país está em alta e se baseia concretamente no crescimento do mercado de capitais. As autoras assim lecionam:

Voltando um pouco atrás, portanto, para observar a situação do mercado de ações nos anos 90, depois de alguns anos de crescimento, em razão do ingresso relevante de investimentos estrangeiros de portfólio, víamos na época um claro enxugamento de liquidez no mercado, com queda nos volumes negociados, grande número de fechamentos de capital e raríssimas ofertas públicas de ações.

No mercado secundário, a média mensal de volume negociado na Bovespa caiu de US\$ 15.9 bilhões, em 1997, para US\$ 8.5 bilhões em 2000, ou seja, o volume negociado havia se reduzido praticamente à metade naqueles três anos.

O número de companhias listadas na bolsa também encolheu, passando de 589 companhias em 1996 para 495 em 2000.

Quanto ao mercado primário, o quadro era desolador. Entre 1995 e 2000, aconteceram apenas 8 IPOs – registros de novas companhias com ofertas de ações (mesmo depois disso, entre 2001 e 2003, a situação se manteve muito parecida, com somente uma companhia abrindo capital com uma oferta de ações no período).²⁸²

²⁸²SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de & GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 41/2008, jul.-set., pp. 484 e 485, 2008.

O fato é que com a recente abertura da economia do país, sempre estatizada, as empresas e sociedades anônimas brasileiras só eram consideradas viáveis se estivessem ligadas a uma outra listagem simultânea, também importante. Ou seja, o Brasil, como um mercado emergente e que há muito pouco tempo abriu suas portas para a entrada de investidores estrangeiros, se via naquele momento obrigado a sujeitar suas empresas a “alugar”, tomar emprestada a credibilidade de outras jurisdições que estivessem sólidas no mercado internacional. Essas outras economias mais sólidas eram mais atraentes, amigáveis, respeitadas e de confiança para os investidores, que temiam muito investir em um país que passara por tantas crises econômicas, tantas oscilações de moedas, duas ditaduras longas e que tinha, na maioria de suas empresas, a presença protetiva do Estado.

Desse modo, qualquer companhia brasileira que quisesse ter o mínimo de sucesso com investidores estrangeiros e ofertar suas ações no mercado internacional e nacional deveria se aliar a outras economias já consolidadas. Esse difícil momento de encolhimento da economia brasileira se deu, pois, aos olhos dos investidores. Faltavam uma série de requisitos no mercado nacional, mas principalmente a indispensável segurança jurídica, que só o tempo – mesmo com a edição de leis – poderia assegurar ao Brasil.

Na época o mercado brasileiro era considerado ainda muito concentrado, pois seus participantes eram uns poucos bancos de investimentos internacionais e os mesmos investidores institucionais. Ou seja, o pouco investimento internacional, os poucos compradores de ações brasileiros e os bancos que financiavam essas transações eram quase sempre os mesmos. O que não era suficiente para a colheita de dados para uma amostragem de crescimento, de credibilidade. Enfim, não havia espaço de tempo suficiente para, através de estatísticas e comprovações concretas, demonstrar-se aos investidores nacionais e internacionais que o mercado brasileiro era confiável e estava pela primeira vez crescendo e se tornando competitivo sem o patrocínio estatal. Mas, se a única necessidade do mercado era a passagem do tempo, isso se deu. E atualmente o cenário, o panorama nacional é outro. As autoras continuam suas lições tratando um pouco do início desse crescimento e apontando dados concretos sobre o tema:

Muito diferente é o estado que se observa nos dias atuais. A partir de 2004, foram retomadas as ofertas de ações por parte de novas companhias, tendo início este ciclo que, em 2007, trouxe um crescimento sem precedentes e certamente inimaginável há menos de uma década. (...) Os volumes de ofertas de valores mobiliários registradas no mercado brasileiro cresceram de forma impressionante, para um total de R\$ 167 bilhões no ano passado. E, o que é mais significativo, grande parte desse volume correspondeu a ofertas de ações.

O volume de 2007 impressiona por si, mas é mais significativo ainda pelas condições em que se deu. Não temos hoje em vigor nenhum tipo de incentivo artificial ou de indução ao crescimento do mercado – não há incentivos fiscais para emissores ou investidores, ou mesmo alocação obrigatória de recursos por parte dos fundos de pensão ou de investidores individuais, artifícios já usados no Brasil no passado e que, quer nos parecer, trouxeram distorções importante à evolução do mercado. O que vemos hoje é fruto apenas de mecanismos de mercado em ação, conjugados a um ambiente regulatório suficientemente atraente.²⁸³

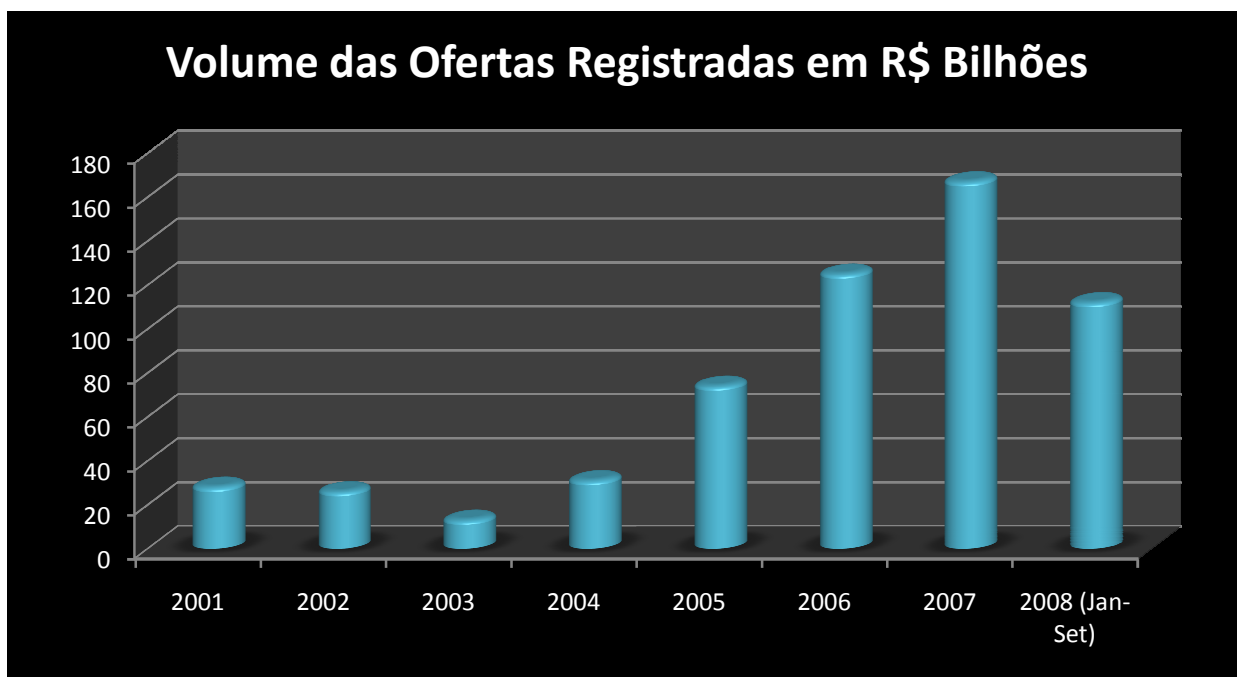
Aqui estão as lições mais preciosas e valiosas que podem ser extraídas de estudos referentes ao crescimento econômico das companhias brasileiras e do próprio país. O volume de capital, a quantidade de investidores impressiona, desde 2007, por si só. Isso significa dizer que a presença do Estado para garantir esse crescimento, para amparar essas empresas, para fazer concessões e incentivos fiscais simplesmente inexistiu. O Estado, na atualidade, está tentando se afastar cada vez mais do mercado acionário brasileiro, demonstrando ao investidor que a solidez é verdadeira e não aparente por causa do auxílio e do protecionismo estatal.

Onde fica o Estado nesse momento? Qual é o seu papel nesse crescimento? A resposta é bem simples. Se o que os investidores pedem é a indispensável segurança jurídica, o cumprimento adequado das normas nacionais e internacionais do mercado, as devidas garantias e um processo fiscalizatório rigoroso, é isso que o Estado deve fornecer ao investidor. Através da legislação de 2001 (Lei n. 10.303/2001), que trouxe mais segurança jurídica aos investidores e aos pequenos acionistas; através das Instruções CVM, que adotam claramente as práticas de governança corporativa; através de incentivos de bancos como o BNDES, que realiza empréstimos às empresas que se comprometerem com os princípios da governança; através de um sistema fiscalizatório mais rigoroso; através das próprias iniciativas privadas da Bovespa, do IBGC e de outras entidades, o Estado se faz presente, cumprindo o seu papel de estabilizador da ordem jurídica do país e ainda – tendo em vista abusos e fraudes, durante muito tempo praticadas por empresas brasileiras – de assegurador do cumprimento de suas próprias leis. É o Estado que cria a legislação fiscalizatória, sancionatória, punitiva para os casos de abuso de poder, de administração fraudulenta, para os crimes contra a ordem e o sistema financeiro, etc. Se é o Estado o agente capaz e licenciado para legislar sobre a organização do mercado de capitais brasileiro, é ele também o agente que deve fiscalizar se o cumprimento adequado dessa legislação está ocorrendo.²⁸⁴

²⁸³ *Idem.* p. 485.

²⁸⁴ BENCKE, Carlos Alberto. *Acionista minoritário na sociedade anônima – direito de fiscalização: uma abordagem não-dogmática*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003, pp. 62 e 63.

A autora consegue demonstrar os volumes de ofertas registradas Maria Helena e Juliana Guimarães, para melhor demonstrar esse quadro evolutivo, criaram gráficos que demonstram os volumes de ofertas registradas, o número de ações ofertadas, o volume dessas ações. Esses gráficos comprovam verdadeiramente esse crescimento, daí a importância de sua transcrição para fins ilustrativos.



285

O primeiro gráfico, que trata do volume das ofertas registradas em bilhões de reais, comprova que houve um significativo crescimento nas ofertas de ações desde 2004 e que continua nos dias atuais. As ofertas de ações cresceram muito em participação relativamente aos totais de valores captados através do mercado, chegando, em 2007, a um surpreendente valor de R\$ 75,5 bilhões, o que representa 53% de capital originado de ofertas primárias de ações, ou seja, o aumento no tamanho, no crescimento das companhias, já que as ofertas primárias de ações não visam à captação de recursos para o aumento de lucros, mas para o aumento da companhia em si, para sua ascensão, para o aumento do seu objeto social, etc.

Esse sobre esse crescimento de ofertas e de procura por ações, a autora leciona:

O montante de R\$ 60,5 bilhões do total de ofertas de ações colocadas em 2007 corresponderam a ofertas iniciais, feitas por 64 novas companhias abertas. Desde 2004, foram mais de 110 novas companhias emissoras.

Ao analisar o montante total colocado nesse período de poucos anos, verifica-se que 70% em média foi comprado por investidores institucionais estrangeiros. No entanto, o que mais impressiona é que apenas dois dos mais de 110 IPOs desse

²⁸⁵ *Op. cit.* p. 486.

período ocorreram por meio de listagens duplas (no Brasil e no exterior), no caso de ambas no mercado americano. Todas as demais empresas se listaram apenas na bolsa brasileira, o que equivale dizer que seus investidores, ao comprarem as ações, sabiam que contariam apenas com a liquidez do mercado brasileiro de ações, com a infra-estrutura do nosso mercado local e com o ambiente regulatório e a proteção que esse mercado fosse capaz de lhes assegurar. E não impuseram por isso um desconto nos preços.²⁸⁶

Mais uma demonstração concreta da confiança que os investidores tiveram no mercado acionário brasileiro, que há tão pouco tempo operava. Como bem observaram as autoras, mais de 110 empresas foram listadas e apenas duas delas estavam também em uma listagem das bolsas norte-americanas. Todas as outras estavam apenas nas bolsas nacionais, brasileiras. Foram empresas que investiram em ações e confiaram apenas no mercado de capitais nacional, na liquidez do mercado brasileiro acionário – mesmo com toda a insegurança de décadas que esse mercado anteriormente passara a vários grupos de investidores de épocas diferentes.

Os investidores contaram e acreditaram apenas na legislação brasileira, no seu cumprimento, na sua proteção e na infraestrutura que esse mercado poderia oferecer. E o detalhe ainda frisado pelas autoras: nenhum desses investidores, diante dessa possibilidade adversa, impôs ao mercado qualquer diminuição nos preços das ações que estavam sendo negociadas. E nesse sentido as autoras continuam suas lições:

Seria possível atribuir essa exuberância apenas à imensa liquidez internacional ou à conquista da estabilidade da economia brasileira em termos macroeconômicos. De fato, a estabilização de nossa economia, a retomada do crescimento, assim como a enorme liquidez internacional, tiveram sua parte na reabertura do mercado, como fica óbvio pelo fato de este ciclo ter se desenrolado apenas a partir de 2004, quando tais condições passaram a estar presentes.

Contudo, em nossa opinião, se fossem apenas estes os fatores determinantes, outras economias emergentes maiores que a brasileira, ou – no que mais interessa aos investidores – oferecendo taxas de crescimento muito mais atraentes que as do Brasil, teriam tido desempenho superior ao nosso, e isso não aconteceu.

O Brasil foi, em 2007, o 5º mercado em volume financeiro absoluto de ofertas de ações, em termos mundiais, atrás apenas dos volumes ofertados em duas das mais importantes bolsas do mundo – Nova York e Londres, e de dois mercados chineses – Hong Kong e Xangai (segundo dados compilados pela World Federation of Exchanges – WFE).

Nossa avaliação de todo esse quadro, que inclui a receptividade dos investidores estrangeiros às ofertas de empresas brasileiras listadas apenas no mercado doméstico, é que esse desempenho se deve em grande parte à evolução em nosso ambiente regulatório. Este resultado começou a ser gestado anos atrás, por meio do esforço e do compromisso com o longo prazo demonstrado pelas entidades do mercado e pelos agentes públicos.²⁸⁷

²⁸⁶ *Op. cit.* p. 487.

²⁸⁷ *Idem.* p. 487 e 488, 2008.

As autoras tratam do sucesso da abertura do mercado acionário brasileiro não como uma mera coincidência do crescimento de capital que ocorria em todo o mundo na época – elas se reportam a importantes iniciativas que foram as responsáveis, ao longo de anos, pela alteração da posição de competitividade que assumiu o mercado brasileiro. Essas iniciativas, já tão citadas, partiram da CVM, que criou instruções normativas cada vez mais rigorosas e comprometidas com as práticas de governança; do IBGC e da Bovespa, que, através de suas cartilhas e códigos sobre as melhores práticas de governança corporativa, conseguiram criar um novo segmento Bovespa, com os Níveis 1 e 2, e com o criterioso Novo Mercado; dos legisladores, que desde 1976 e posteriormente, em 1997 e 2001, criaram dispositivos para a LSA capazes de dar tratamento mais equitativo aos vários acionistas e *stakeholders* – enfim, a iniciativa de todas essas entidades, legislações e principalmente a autorregulação que o mercado acionário fez de si mesmo foram os fatores responsáveis por colocar o Brasil onde está hoje, num patamar elevado para um país que passou por tantas crises econômicas nas últimas décadas e que teve tantos problemas.

O Brasil, hoje, – como na crise de 2009 –, tem total condição de enfrentar a atual crise econômica mundial que abate os EUA e boa parte dos países da Europa, o Brasil pode atravessar o difícil momento econômico globalizado sem grandes sequelas.

O que atualmente pode ser considerada uma intervenção estatal benéfica é aquela descrita por Carlos Alberto Bencke, como se pode observar em seus ensinamentos:

A sociedade por ações pode optar pela captação da poupança popular e só não escolhe esta forma se e quando o mercado não lhe é favorável. Atraídos pela obtenção de lucros através do investimento em companhias rentáveis, o grande ou o pequeno investidor acorre às empresas de capital aberto – no caso, através da compra e venda de ações em bolsas – ou fechado – que não afasta a categoria do investimento acionário –, daí surgindo o interesse público na regulamentação das sociedades que recebem este extenso numerário. Grandes capitais podem ser objeto deste jogo, e a tentação a práticas desonestas passa mil vezes pela mesa de administradores menos escrupulosos, ensejando a necessidade de um rigoroso controle estatal.

Nesse passo, a intervenção do Estado se dá no âmbito privado e, por vezes, tem sido execrada pelos defensores da liberdade total nos empreendimentos de iniciativa privada. É, todavia, de manifesta utilidade, não obstante o termo intervenção, sob ponto de vista doutrinário, ser foco de discussão, justamente por estes que abominam a ingerência estatal nos negócios privados. Há que se fazer distinção – que parece óbvia – entre intervenção nos negócios realizados nos interesses eminentemente privados e a intervenção na forma de condução destes negócios.²⁸⁸

Brilhantes são as explanações do autor. O termo “intervenção” dá, em primeiro momento, uma impressão errônea de que o Estado está interferindo nas decisões, no formato

²⁸⁸ BENCKE, Carlos Alberto. *Acionista minoritário na sociedade anônima – direito de fiscalização: uma abordagem não-dogmática*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003, p. 63.

da administração como se da companhia fizesse parte. O Estado não interfere nas decisões ou mesmo na condução administrativa de uma sociedade totalmente privada. Ele tem o poder e dever de intervir na prática de uma administração que esteja em desacordo, em desarmonia com a legislação, que esteja violando instruções e regras criadas para serem seguidas naquele determinado segmento empresarial. O Estado na verdade não está praticando intervenção em um ato administrativo quando está ali realizando ou praticando um serviço público de cuja obrigação não pode se furtar.

Ao Estado compete apenas seguir a lei. Ao particular compete seguir a lei e aquilo que nela não está proibido. O Estado, portanto, não tem o poder de ingerência, de intervir em atos administrativos que não estejam ferindo em nenhum sentido o que foi em algum diploma legal previamente disciplinado. O Estado, através da CVM, exige prestações de contas, ofertas públicas, proteção aos minoritários, pois tudo isso se encontra em um ou outro regramento jurídico.

Até mesmo os atos da administração pública considerados atos discricionários têm freios e possuem limites. E se esses limites são ultrapassados pelo agente público que representa a administração seu ato é punível, é considerado desvio de finalidade e é nulo. O que ocorre é que alguns dentro do mercado acionário defendem o liberalismo completo, ou seja, a total ausência do Estado nas relações privadas. Entretanto, a Carta Constitucional de 1988 trouxe alguns princípios e práticas que devem ser observados em qualquer circunstância. Há o direito à propriedade privada (como querem os liberais), mas desde que essa venha cumprir sua função social. E aqui fazer valer o cumprimento da função social da empresa, do empresariado, da propriedade privada não pode nunca ser considerada, por parte do Estado, uma atitude de intervenção na administração da empresa.

O sistema intervencionista e protecionista do Estado para com suas empresas existiu até muito pouco tempo atrás no Brasil, mas essas práticas, constataadamente, afugentam investidores e impedem a competitividade sadia. Nas lições de Carlos Bencke, essa fase de transição está se dando aos poucos, e as práticas estatizantes e paternalistas estão sendo devidamente contidas:

Não foi sempre assim, pois não obstante a prática consumada de intervenção estatal, as sociedades por ações obtiveram alguns avanços, independentemente de qualquer obra legislativa, como é o caso da criação das ações preferenciais, que no Brasil, como no resto de outros países, “constituíram prática empresarial, germinativa, originária dos interesses negociais, que se antecipou a qualquer previsão legal”. Ou no caso da chamada governança corporativa.²⁸⁹

²⁸⁹ *Idem.* p. 64.

Há, portanto, uma diferença entre cumprir rigorosamente a lei, defendendo os direitos dos minoritários, por exemplo e interferir na administração de uma empresa em detrimento de outra, fornecendo uma isenção de impostos para uma em privilégio de outra, por exemplo. Tudo que está disciplinado e que foi legislado deve ser rigorosamente cumprido, e o Estado é que tem o ônus de proteger e fazer valer as determinações legais. O cumprimento rigoroso da lei, a vigilância, a proteção, a fiscalização do que ocorre na empresa, isso tudo é dever do Estado. Essa modalidade de intervenção nem pode ser considerada intervenção, mas sim o puro e simples cumprimento da lei. Já qualquer ato discricionário que privilegie e faça diferença entre pessoas, empresas, situações que deveriam, por lei, ser igualmente tratadas, deixa de ser um ato administrativo característico e passa a ser uma interferência por parte do Estado que não está prevista em lei e é nula, portanto.

Nesse comenos, pode-se dizer que há duas formas de o Estado intervir na economia. E as duas formas são prejudiciais. A primeira é essa cujo ato é singular e trata-se de um desvio de finalidade. A segunda e mais perigosa é legal, mas não é legítima, pois pode trazer aparentes benefícios e estar dentro da lei, mas ao se configurar como um ato protecionista, estatizante, para o mercado de capitais internacional é um ato que demonstra regresso, recuo e que afugenta investidores em potencial. O mercado deve demonstrar, portanto, que consegue honrar seus compromissos e atravessar crises, independentemente da ajuda, do auxílio, do fomento estatal. Esse é um mercado forte, tendente a crescer e capaz de assumir e cumprir compromissos.

A legislação constitucional trata, por exemplo, do cumprimento da função social, que está ligada ao respeito às normas trabalhistas, ao cumprimento das legislações ambientais, à preservação dos direitos difusos e coletivos, etc. A Constituição também traz como papel do Estado, em seu art. 170, o dever de zelar pela ordem econômica do país, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tendo por fim as relações e atividades econômicas assegurar a todos (a coletividade) uma existência digna, o tratamento equânime e com justiça social.

Desse modo, como bem afirma Eros Grau, citado na obra de Carlos Bencke, a intervenção estatal se justifica quando se busca um perfeito entrelaçamento entre o público e o privado, ou seja, se por um lado as companhias obedecem a uma estrutura de negócios totalmente privada, imposta pelas próprias práticas do mercado acionário, na condução externa de sua administração, por outro lado, haverá intervenção estatal no cumprimento adequado da organização interna das companhias, observando estas os limites impostos pelas

leis, pela Constituição e atualmente até mesmo pela autorregulação, que implica a adoção das melhores práticas de governança corporativa, ou seja, práticas de governança que estão acima e que são mais rigorosas que as já encontradas na simples legislação acionária.

Nesse atual momento de crise mundial na economia, um dos mais respeitados analistas de risco do mundo resolve falar e anuncia a importante conclusão de que chegou a hora da ascensão dos países emergentes. Mas, se usarem a atual crise como um pretexto ou uma motivação para aumentar a intervenção estatal nas empresas privadas e na economia de um modo geral, esses países, como o Brasil, estarão perdendo uma chance de ouro. Ian Bremmer, quando questionado como a atual crise nos países mais ricos poderia afetar os países emergentes, responde de forma positiva, demonstrando que os países emergentes, se souberem se comportar em meio a essa crise, poderão sair lucrando daqui a algum tempo. O economista responde:

Passado o pior período da tormenta, tenho certeza de que o cenário acabará sendo favorável aos países emergentes. Eles ganham com a crise uma excepcional oportunidade para avançar. Enquanto não há nenhuma perspectiva para as nações mais ricas, que estarão por um bom tempo de mãos atadas para injetar dinheiro em suas economias, os emergentes se encontram em situação financeira mais confortável, com seus gigantescos mercados internos ainda por desbravar. Isso não se traduz automaticamente na conclusão de que os emergentes estão imunes à desaceleração das economias do mundo desenvolvido. Mas países como Brasil, China e Índia têm as condições essenciais e necessárias para tirar proveito das circunstâncias e, como resultado, expandir sua participação relativa na riqueza mundial.²⁹⁰

O economista diz que tal otimismo se baseia na mudança do perfil econômico mundial das últimas décadas. As economias de países emergentes como o Brasil contam com uma estrutura institucional sólida o suficiente para proporcionar um ambiente de negócios e de crescimento econômico que despertem confiança nos investidores. Ian afirma ainda que os olhares de investidores estrangeiros estão voltados para países como o Brasil, pois, a exemplo do Brasil e de outros emergentes, o grau de confiabilidade na solidez da economia se baseia e se consolida sobre “pilares sadios”, que nada mais são que os mecanismos e práticas de governança corporativa. Quando perguntado sobre o que poderia vir a dar errado, o especialista em risco ponderou:

O grande risco que as economias emergentes correm é cair na tentação estatizante. Existe sempre o perigo de, a pretexto da crise global, os emergentes se deixarem levar pelo ímpeto de intervir mais fortemente na economia. Como se sabe, a

²⁹⁰BREMMER, Ian por Luís Guilherme Barrucho. Chegou a hora dos emergentes. *Revista Veja*. São Paulo, Ano 44, n. 40, ed. 2237, 2011, p. 17.

qualidade dessas ingerências cedo ou tarde se deteriora e elas passam a ser motivadas por interesses políticos e empresariais localizados ou, pior, por bandeiras ideológicas. É na interferência excessiva do estado que reside o maior de todos os perigos para os países emergentes. Nos momentos de crise, isso pode parecer justificável, pois tem-se a impressão de que há alguém no comando enfrentando a turbulência econômica. Nessas horas, a ideia estatizante fica ainda mais perigosa. Todos os emergentes já seguem, em diferentes graus, um modelo intervencionista. São países que praticam versões próprias do capitalismo de estado. Esse sistema é muito forte na China e na Rússia, onde os setores estratégicos são controlados pelo governo. Ele é mais brando em países como o Brasil, a Índia e o México. Nesses regimes, o livre mercado é aceito e praticado, mas neles o governo age sempre como ator econômico privilegiado e forte.²⁹¹

É essa situação que o economista teme que aconteça em países como o Brasil. Geralmente, o Estado começa a tomar atitudes estatizantes e protecionistas com a desculpa e talvez até a intenção de evitar que a crise atinja a economia de seu país. Entretanto, essas intervenções a médio e longo prazo afastam os investidores, e o país perde um pouco sua credibilidade e liquidez. Ian chega a chamar de “ímpeto desastroso” a vontade do Estado de instrumentalizar as companhias estatais, os bancos públicos (empresas públicas ou sociedades de economias mistas), interferindo diretamente no destino de empresas privadas. Sobre o Brasil especificamente, Ian Bremmer comenta:

É exagerada a entrada em cena com o objetivo de fomentar a política industrial através dos empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social. Isso vem se acentuando desde 2008, quando os estímulos foram adotados para acelerar a recuperação da economia brasileira, que sofrerá um pequeno baque com a crise mundial. A experiência mostra, no entanto, que manter esse modelo indefinidamente é muito arriscado. Os interesses dos governos não podem e não devem ser confundidos com os das empresas. Elas precisam atuar de acordo com as regras da competição global.²⁹²

Uma importante afirmação que consolida a ideia da importância da não intervenção para que se dê o crescimento econômico do país é a de que no caso do Brasil ainda existem muitos anacronismos ideológicos que fazem com que o Estado pareça muito maior e importante do que ele deveria ser. Se essa ideia de que o crescimento econômico e empresarial só se dá passando pelo crivo estatal não for modificada, o Brasil poderá ficar apenas no campo da promessa.

E a principal e concludente comprovação de que não há necessidade da intervenção estatal para a alavancagem de empresas e o crescimento econômico do país é a autorregulação que as próprias empresas estão fazendo cada vez mais por contra própria, adotando com mais rigor que a própria legislação as práticas de governança corporativa, na tentativa de

²⁹¹ *Op. cit.*, p. 20.

²⁹² *Idem.* p. 21.

transparecer ao investidor o crescimento e a real situação da companhia. As entidades ligadas ao mercado de capitais, a Bovespa, o IBCG, a CVM e as próprias empresas, que sempre estão muito bem organizadas quando querem atingir seus objetivos de crescimento, criaram um espaço próprio no qual é desnecessária a presença interventiva, estatizante e paternalista do Estado. O mercado acionário brasileiro tem condições de passar por crises sozinho, dando o suporte fiscalizatório e legal mínimo, com certeza a economia do país sairia de qualquer crise muito mais fortalecida. O país tem condição de crescer a taxas elevadas nos próximos anos se continuar a possuir como um de seus pontos fortes certas instituições que proporcionam essa atmosfera de negócios, com as regras de transparência e confiança típicas da governança corporativa e, por outro lado, não permitindo uma intervenção maior por parte do Estado na economia.

CONCLUSÃO

O mundo passa hoje por uma crise econômica talvez sem precedentes históricos. Europa e EUA estão enfrentando momentos de inconstância financeira, de oscilação, de desequilíbrio. E como se pode concluir *en passant* neste trabalho realizado sobre as sociedades anônimas e os meandros do mundo econômico por elas conjugados, o Brasil, nesse redemoinho internacional de problemas, tem conseguido se manter regular, estável e sem maiores prejuízos.

As sociedades anônimas representam atualmente o cartão-postal das economias espalhadas pelo mundo, pois o progresso, o crescimento e o avanço das economias dos países estão intimamente ligados ao seu crescimento interno e à estabilidade econômica empresarial de cada um deles. E foi a partir da década de 1990 que o Brasil, juntamente com outros países cujas economias se encontravam em desenvolvimento, começou a se inserir com maior solidez no mercado internacional de capitais. Com a abertura econômica do país, com o movimento de privatizações e a consolidação da estabilização econômica e com políticas públicas que afastaram em definitivo o Estado da administração empresarial das grandes companhias do país, a economia nacional finalmente decolou. Desse modo, diante do processo evolutivo e histórico observado, foi possível concluir que a melhor fase econômica pela qual as grandes companhias brasileiras já passaram é a fase atual. E será através da movimentação do mercado acionário brasileiro, do aumento de volume de investimentos nas empresas nacionais que a abertura econômica se consolidará nas próximas décadas.

Esse processo de abertura econômica teve início quando o Brasil criou, em 1976, para as suas sociedades anônimas, uma legislação condizente com as possibilidades que o mercado internacional acenava. As empresas brasileiras, com a consolidação da Comissão de Valores Mobiliários, passaram a atuar em seu próprio mercado de capitais. E foi desde então que a bolsa de valores e o mercado de balcão brasileiros tornaram-se mais conhecidos, mais expressivos e mais consistentes no cenário internacional. Nessa época, foram fincados na realidade econômica do país os primeiros princípios de governança corporativa. O modelo nipo-germânico, adotado principalmente na Europa e na Ásia, foi aos poucos sendo inserido de forma teórica nas legislações pátrias e de forma prática em meio ao empresariado nacional. A Constituição de 1988, com uma carga essencialmente social e democrática, foi a grande responsável pela consolidação da função social da empresa, da propriedade privada e da chamada revolução do empresariado no país. Juntamente com essas novidades, outros

importantes princípios da governança corporativa foram acrescentados à legislação empresária brasileira, que em 2001, aumentou ainda mais o poder fiscalizatório da CVM e as conquistas dos acionistas minoritários dentro das grandes companhias.

Assim, se hoje compete à legislação, com o auxílio de órgãos estatais e entidades não-governamentais, fiscalizar e impor normas de conduta mínimas às sociedades anônimas brasileiras, isso só se deu em razão da globalização de mercado, da quebra e da queda de barreiras econômicas que fizeram com que as empresas brasileiras rapidamente se adequassem às novidades do mercado globalizado de capitais, nas últimas duas décadas de correção legislativa e comportamental. Hoje, buscando um padrão de excelência, um padrão de qualidade acima da média, as empresas brasileiras que visam atingir o mercado internacional de capitais passaram a incorporar em sua administração as chamadas práticas de governança corporativa, que estão em parte já esculpidas na legislação acionária brasileira e que inclusive já superam tais barreiras, na prática, pela consolidação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 da listagem Bovespa do padrão de governança.

A todas essas importantes conclusões foi possível chegar com o auxílio de relevantes análises histórico-legislativas das S/A brasileiras. Portanto, o que levou o empresariado brasileiro a se adequar a essas práticas de governança corporativa foi exatamente a necessidade de conquistar um novo tipo de investidor, mais exigente e, principalmente, acostumado a certas práticas de transparência administrativa, de prestação de contas efetiva, de equidade social, de responsabilidade administrativa, que eram características próprias de legislações e estatutos sociais da grande maioria das empresas estrangeiras bem-sucedidas. Assim, com a globalização, com o processo de abertura econômica iniciado na década de 1990, com uma nova e mais forte moeda – e capaz de concorrer no mercado internacional, com um novo sistema de privatizações –, o Brasil passou a se adequar aos padrões internacionais de administração de companhias ou sociedades anônimas, principalmente àquelas que visavam à colocação de seus valores mobiliários em bolsas de valores ou mercados de balcão com o objetivo de atrair investidores estrangeiros ou institucionais.

Outra importante conclusão extraída do estudo realizado é a de que o empresariado brasileiro estava acostumado a favorecer, em grandes manobras protecionistas, os acionistas majoritários detentores da maior parte da empresa, usando estratégias pouco corporativas e até ilegítimas, desfavorecendo quase sempre as pequenas minorias que ousavam investir em ações. Isso sempre afugentou os pequenos investidores, e a legislação brasileira não era uma grande aliada das minorias já que pouco as contemplava e, quando o fazia através dos dispositivos de lei, não o fazia na prática, através de uma fiscalização rigorosa que impedisse

excessos e acordos escusos de acionistas majoritários que manejavam a administração da empresa visando aos seus interesses próprios e não aos interesses da companhia e da coletividade.

Mas a necessidade é uma das molas que impulsionam o progresso em quase todos os setores. O empresariado brasileiro percebeu que o país estava entrando em uma nova situação a partir da década de 1990 e que a abertura econômica era um fato consumado e inevitável. Aqueles que persistiram em suas antigas práticas e se acomodaram diante das inovações trazidas pelo mercado internacional – que adentrou sem freios na economia brasileira buscando sua fatia de participação – com certeza ruíram. A década de 1990 e o início dos anos 2000 foram significativos, e centenas de empresas consideradas sólidas fecharam suas portas (abrindo falência ou repassando a totalidade de seu capital para grandes grupos estrangeiros que as incorporassem). Aquelas sociedades que se mantiveram de pé e que sobreviveram à invasão do capital estrangeiro, da concorrência internacional e do padrão de qualidade elevado tiveram que fazer grandes mudanças nos seus até então engessados paradigmas de administração.

Os princípios das práticas de governança corporativa foram apresentados ao Brasil. O padrão de qualidade e excelência foi imposto às empresas e companhias brasileiras, e a sua permanência no mercado ou a sua ruína dependiam exclusivamente da adequação ou não a esses novos padrões. A legislação brasileira introjetou em seus dispositivos vários mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, tornando mais ativos e diversificados os conselhos de administração e fiscalização das sociedades anônimas e ainda tornando mais híbridas a participação em suas diretorias.

Quando se deu a real percepção da influência que a governança corporativa passara a ter nas últimas duas décadas sobre as empresas brasileiras, foi possível consolidar a importante conclusão de que somente a lei e seu disciplinamento não se mostravam suficientes na comprovação desse padrão de excelência empresarial ditado pelo mercado internacional. Muito mais exigentes, esses padrões de qualidade queriam vivenciar a prática dos princípios, sendo concretamente inseridos na administração das grandes companhias brasileiras, para somente então passar a nelas investir com confiança. A ação da Bovespa, em conjunto com a CVM e o IBGC, de criar selos de qualidade para as empresas que, aderindo às boas práticas de governança corporativa impostas pelo mercado internacional de ações, mais subiam no padrão de qualidade de seus investidores foi mais que necessária para atrair novos investimentos para os Níveis 1 e 2 de sua listagem e, principalmente, para o Novo Mercado.

Portanto, restou claro que as empresas que têm como pretensão sua inserção em um desses segmentos assumem compromissos além do mero cumprimento das exigências legais, mas que estão ligados a todas as práticas de governança corporativa – inclusive indo muito além daquelas que a legislação vigente agracia e dispõe como sendo obrigatórias. Para ser uma empresa com o selo do Novo Mercado e participar da listagem Bovespa, o simples cumprimento rigoroso da legislação acionária vigente era insuficiente, já que a governança corporativa impõe a essas empresas as práticas de *fairness*, *disclosure*, *compliance*, *accountability* e outras práticas que refletem seus princípios basilares; que exigem senso de justiça e equidade por parte dos administradores; transparência de seus atos internos e externos; obediência e cumprimento rigoroso da legislação vigente e do próprio estatuto social da empresa; prestação de contas dos atos dos administradores; responsabilização do administrador perante toda a companhia; cumprimento dos princípios e das funções sociais da empresa e da propriedade privada; devida importância dada aos *stakeholders* (empregados, investidores, credores, fornecedores e até a própria comunidade na qual a empresa está inserida); preocupação com o meio ambiente sustentável e preservado; e qualquer outra prática que reflita um grau de comprometimento corporativo salutar.

Conclui-se ainda que essa nova realidade se destacou nas últimas duas décadas através dos conselhos administrativos e diretorias mais ativas, com mais força e cobrança dos conselhos fiscais, com mais participação nas assembleias gerais e com aquilo que a doutrina chama hoje de revolução do empresariado. Essa revolução nada mais é que o cumprimento da função social da empresa, da preocupação do empreendedor com o social, com o ambiente de trabalho, com a comunidade, com as responsabilidades ecológicas e com tantas outras diretrizes exigidas pelo mercado internacional de capitais e que refletem boas práticas administrativas, acarretando moralidade, ética, responsabilidade, preocupação com as minorias, razoabilidade, equidade, isonomia e outras práticas de correção na postura às vezes distorcida de grandes empresas.

Pensando no Brasil da realidade atual e nas possibilidades futuras, e considerando que o país se mostra com características para o mercado internacional, conclui-se que suas grandes companhias têm feito seu dever de casa e têm colocado à disposição do mercado ações e outros títulos cada vez mais comprometidos com as práticas de governança. Entretanto, muito ainda há que se realizar. E um mercado de capitais como o brasileiro, se quiser ter destaque internacional e continuar a crescer juntamente com as empresas brasileiras, tem que se posicionar daqui em diante com postura cada vez mais responsável em relação aos

investidores – principalmente com aqueles que demonstrarem maior fragilidade diante das peculiaridades do mercado de ações.

Outra importante dedução que a pesquisa permitiu foi a de que o Estado, para os compromissos futuros que o mercado pretende assumir perante o mundo, deve se manter distante da administração empresária de grandes companhias. Sem paternalismo, sem incentivos fiscais, sem acalantar no empresariado brasileiro a ideia de que no futuro o Estado pode vir a incentivar, ajudar, promover de algum modo o crescimento de empresas públicas. O mercado de capitais nacional que se prepara cada vez mais para fazer frente a grandes demandas internacionais, por parte do Estado, demonstrou que só precisa de seu poder fiscalizador, de sua legislação eficiente, de seus órgãos em pleno funcionamento para oferecer a infraestrutura necessária a essas empresas. Esse mercado não precisa de uma política paternalista e protetiva; ao contrário, essa política é prejudicial à evolução futura desse mercado, pois afugenta vários setores de investimentos da atualidade. Ao Estado competem somente a apuração legítima dos fatos, a aplicação da lei e a fiscalização imparcial do mercado. O crescimento econômico do país, a partir daqui, definitivamente, não faz mais parte das políticas públicas estatais. A não-intervenção estatal é um imperativo, uma exigência que deve se mostrar presente nas relações econômicas capitalistas daqui em diante. E só a partir dessa revolução no empresariado brasileiro é que os dias futuros serão de ascensão econômica para todo o país, e, conseqüentemente, para todas suas grandes, médias e pequenas empresas, bem como para seus grandes, médios e pequenos investidores.

BIBLIOGRAFIA

AGNELLET, Philippe; GEOFFROY, Laurent & VIARNAUD, Jean Claude. *OPA et strategies anti-opa, une approche internacional*. Paris: Editions Eska, 1989.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo & MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. *Revista de Direito Privado*. São Paulo, RDPriv 11/2002, jul.-set., 2002.

_____. & RIBEIRO, Ademar. A revolução do empresariado. *Revista de Direito Privado*. São Paulo, RDPriv 9/2002, jan.-mar., 2002.

BACEN Disponível em:
<http://www010.dataprev.gov.br/sislex/paginas/72/BACEN/2010/3846.htm>, pesquisado em 10.10.2011, às 9h20min.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. *Sociedades anônimas e mercado de capitais*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

BENCKE, Carlos Alberto. *Acionista minoritário na sociedade anônima – direito de fiscalização: uma abordagem não-dogmática*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

BERTOLDI, Marcelo M. & RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. *Curso avançado de direito comercial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

_____. *Direito societário*. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 2002.

_____. *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – comentários à Lei 10.303, de 31.10.2001*. São Paulo: Revistas dos Tribunais, 2002.

BNDES Disponível em
<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Apoio_Financeiro/Subscricao_de_Valores_Mobiliarios>, pesquisado em 10.10.2011, às 7h45min.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BRASIL. Constituição (1988). *Constituição da República Federativa do Brasil*. Brasília, DF: Senado, 1988.

BRASIL. Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Pesquisado em 25/07/2011, às 16h.

BREMMER, Ian por Luís Guilherme Barrucho. Chegou a hora dos emergentes. *Revista Veja*. São Paulo, Ano 44, n. 40, ed. 2237, 2011.

CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras de capital aberto. *Revista de Direito Mercantil*, n. 133, ano XLIII, jan.-mar., 2004.

CARVALHOSA, Modesto & EIZIRIK, Nelson. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CHAVES, Vinícius Figueiredo. Os mecanismos de *tag along* e *drag along* e as possibilidades de sua utilização nas sociedades limitadas. *Direito em Debate*. Disponível em <<http://laweconomicsbolg.blogspot.com/2009/07/os-mecanismos-de-tag-along-e-drag-along.html>>, pesquisado em 13/09/2011, às 14h.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. Vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. São Paulo: Renovar, 2005.

ENCILHAMENTO. Disponível em: <<http://pt.wikipedia.org/wiki/Encilhamento>>. Acesso em 08.06.2011, às 19h.

FAZZIO JÚNIOR, Waldo. *Manual de direito comercial*. São Paulo: Atlas, 2006.

FERREIRA, Waldemar Martins. *História do Direito Brasileiro*. Tít. III. São Paulo: Saraiva, 1955.

_____. *Tratado de direito mercantil brasileiro – parte geral*. Vol. I. São Paulo: São Paulo Editora Ltda., 1934.

GALLO, Giovana Mazetto. As ofertas públicas. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 34/2003, out.-dez. 2003.

IBGC disponível em <<http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=18>>, pesquisado em 11.09.2011 às 13h.

LAMEIRA, Valdir. *Governança corporativa*. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2001.

LAMY FILHO, Alfredo & PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

_____. & _____. *Fundamentos da Reforma das S/A*, Rio de Janeiro, AEDE-SBERJ, 1976.

_____. A reforma da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista de Direito Mercantil*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XI, n. 7, 1972.

LOBO, Jorge. Princípios de governança corporativa. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLV, n. 142, abril-junho de 2006.

LODI, João Bosco. *Governança corporativa: o governa da empresa e o conselho de administração*. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Vol. III. São Paulo: Freitas Bastos S/A, 1963.

MORAES, Luíza Rangel de. A revisão da regulamentação sobre oferta pública para distribuição de valores mobiliários – inovações da Instrução CVM 482/2010. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 49/2010, jul.-set. 2010.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de direito comercial e de empresa*. Vol. 1. São Paulo: Saraiva, 2010.

NOVO MERCADO Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/Novos-regulamentos-do-Novo-Mercado-e-dos-Niveis-Diferenciados-de-Governanca-11-04-08.asp>>, pesquisado em 09.10.2011, às 17h40min.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil*, 76/71, ano XXVIII, 1989.

PERIN JÚNIOR, Écio. *A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário*. São Paulo: Saraiva, 2004.

REGULAMENTO DO NOVO MERCADO Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/RegulamentoNMercado_09051011>, pesquisado em 08.10.2011, às 20h.

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da governança corporativa no Brasil. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLI, n. 127, julho-setembro de 2002.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de & GUIMARÃES, Juliana Paiva. Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências. *Revista de Direito Bancário*. São Paulo: RDB 41/2008, jul.-set., 2008.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. Nova série. São Paulo: Revista dos Tribunais, ano XLII, n. 130, abril-jun de 2003.

SARAVIA, Enrique. *Estado e empresas estatais – criação e crescimento: o papel das empresas estatais como instrumento de política pública*. Brasília – DF: Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. Departamento de Coordenação e Controle das Empresas Estatais. Novembro de 2004, p. 02. Disponível em: <http://www.planejamento.gov.br/secretarias/upload/Arquivos/dest/080707_GEST_SemInter_estado.pdf>, pesquisado em 23.10.2011, às 15h30min.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena & MORAES, Maria Cecília Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Vol. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

TOMASEVICIUS FILHO, Eduardo. A função social da empresa. *Revista dos Tribunais*. São Paulo, RT 810/2003, abr./2003.

VALENTI, Grazielle & FREGONI, Silvia. CVM quer novas regras para aquisições. *Valor Econômico*, São Paulo, 04.01.2010, p. D1. Entrevista publicada na Seção “Eu & Investimentos”.

VICENTINO, Cláudio & DORIGO, Gianpaolo. *História geral e do Brasil*. São Paulo: Scipione, 2008.