

A REFORMA DA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS: OS DIREITOS DOS MINORITÁRIOS

ARNOLDO WALD

“Tout a changé. Le droit na pas suivi”

(Tudo mudou. O direito não evoluiu)

Philippe Marini

(Senador que relatou o projeto de lei que modifica a regulamentação societária na França).

-X-X-

“Minority investors get a raw deal in Brazil. Usually their shares do not have votes and they lose out in battles with the controllers. One fund manager says minorities in Brazil ‘don’t have rights, only obligations’. The government made things worse just so it could sell privatization assets at higher prices. But now reform is on its way. With privatization half-finished the government is the country’s largest minority shareholder. Surprise, surprise — minorities are about to get better treatment.”

“Investidores minoritários são injustiçados no Brasil. Em regra, suas ações não lhes conferem direito de voto, e saem perdendo em batalhas contra os controladores. Um administrador de fundos diz que os minoritários no Brasil ‘não têm direitos, somente têm obrigações’. O governo piorou a situação somente para que pudesse dispor de ativos ‘privatizáveis’ por preços mais altos. Mas agora a reforma está a caminho. Com a privatização quase terminada, o governo se tornou o maior acionista minoritário do país. Surpresa, surpresa: minoritários estão prestes a obter um tratamento melhor.”

Brian Caplen

(Euromoney, março de 2000)

SUMÁRIO: I — Introdução — A evolução de sociedade anônima no contexto; Mundial; II — A legislação brasileira; A) A fase anterior à Lei nº 6.404/76; B) A Lei nº 6.404/76 e sua aplicação; C) A evolução legislativa e jurisprudencial de 1990 a 2000; D) Os projetos do novo milênio; III — As principais propostas de aperfeiçoamento da disciplina societária; A) A alteração na proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais; B) A maior proteção do minoritário no caso de fechamento do capital de companhia aberta; C) O tratamento igualitário em favor dos minoritários no caso de alienação do controle; D) A nova disciplina do direito de recesso; E) A participação dos acionistas minoritários e preferenciais na composição do Conselho de Administração; F) O aperfeiçoamento no processo de decisões societárias: as regras de transparência; G) A arbitragem; H) A garantia do funcionamento permanente do conselho fiscal na sociedade aberta, sendo facultativa a sua instalação na empresa fechada, garantindo-se a presença dos minoritários e dos preferencialistas e perdendo o controlador a maioria dos membros no referido órgão; IV. Conclusões

I. Introdução — A evolução de sociedade anônima no contexto mundial

1. A sociedade anônima foi certamente o grande instrumento do desenvolvimento industrial que permitiu o advento do capitalismo. Chegou-se até a afirmar que constituiu “a maior descoberta dos tempos modernos, sendo mais preciosa e relevante que a máquina a vapor e a eletricidade”.¹

2. Embora se tenha desenvolvido a partir do século XIX, foi após a crise econômica de 1930, e especialmente, após a Segunda Guerra Mundial, que a sociedade anônima passou a sofrer uma completa renovação, em particular nos Estados Unidos, passando a ser o grande instrumento do capitalismo popular.²

3. Efetivamente, a abertura do capital das sociedades e a constituição dos grandes grupos permitiram a realização do que Peter Drücker denominou “A revolução invisível”³, que ocorreu na medida em que os fundos de pensão permitiram aos empregados em geral o acesso à propriedade das ações das companhias, que passaram a constituir uma parcela importante do patrimônio das famílias norte-americanas.

4. A importância crescente dos investidores institucionais, cuja presença se fez sentir também na Europa e na América Latina, permitiu transformar um grande número de proletários em proprietários. Na França, estudos recentes se referem ao capitalismo das entidades institucionais que está transformando a

economia do país⁴ e à revolução feita pelos acionistas, que modifica a estrutura da empresa.⁵

5. Em todos os países, uma ampla literatura trata das novas formas do governo das empresas (*corporate governance*) e de sua crescente democratização⁶ após mais de um século no qual predominou uma espécie de regime monárquico no qual o acionista controlador exercia uma verdadeira ditadura.

6. Inicialmente, as sociedades eram dominadas por uma pessoa, uma família ou um grupo de pessoas vinculadas umas às outras com poderes praticamente ilimitados. Na Europa, falava-se no “patrão de direito divino”⁷, enquanto nos Estados Unidos os estudiosos da matéria diagnosticavam a existência de uma espécie de “despotismo esclarecido”⁸. No Brasil, tivemos uma fase em que a sociedade anônima ainda desconhecia o Estado de Direito e se subordinava a um sistema que lembrava o coronelismo que, durante muito tempo, dominou o nosso país.

7. A partir dos meados do século XX, ocorreu importante evolução que se caracteriza, na maioria dos países, pelo surgimento de um controle partilhado que, muitas vezes, nos Estados Unidos é exercido, por detentores de um número relativamente pequeno de ações. Inicialmente a gestão profissional ensejou o comando da empresa pela tecnocracia ou tecnoestrutura cujos interesses específicos nem sempre coincidiam com os dos acionistas. Aconteceu, todavia, que estes reagiram rapidamente, lembrando aos administradores que a finalidade básica da empresa é o retorno do capital sob a forma de dividendos, ou de valorização da ação.

8. Por outro lado, os minoritários (acionistas ordinários não controladores) e os acionistas preferenciais deixaram de ser as pessoas físicas ou as pequenas empresas isoladas e sem poder de negociação — que existiam no passado. A sua posição passou a ser assumida pelos fundos de pensão e fundos mútuos de ações que, hoje, representam grandes capitais e não se podem descuidar dos seus investimentos. Enquanto, anteriormente, os chamados acionistas-rendeiros (*sleeping partners*) eram relativamente passivos e, quando descontentes, se limitavam a alienar as ações que não correspondiam às suas expectativas, a situação se modificou radicalmente com o aparecimento dos novos minoritários.

9. Pelas suas dimensões e pela proporção do capital por eles detido, assim como em virtude de seus compromissos com os seus contribuintes e investidores, não é dado aos fundos de pensão e aos fundos mútuos aceitarem resignadamente os eventuais prejuízos ou a ausência de lucro decorrente de uma gestão infeliz. Assim, não reagem “votando com os pés”, ou seja vendendo as ações, mas, ao contrário, passando a interferir na administração da empresa e até

mudando os administradores ou formando nova maioria ou minorias com posição importante para este fim.

10. Com a globalização da economia, o novo sistema, que se implantou e consolidou nos Estados Unidos, está atualmente tendo importantes repercussões práticas e legislativas no resto do mundo, ensejando a progressiva democratização da sociedade anônima, com a criação de um equilíbrio de poderes entre controladores, acionistas ordinários minoritários e preferencialistas.

11. Na Europa continental, especialmente na Alemanha e na França, a necessidade de capitais e das novas tecnologias desenvolvidas nos Estados Unidos ensejaram, simultaneamente, um conjunto de fusões e aquisições e uma reformulação na prática do funcionamento do sistema societário.

12. Assistimos assim ao descruzamento de participações e ao fim do que se denominou a “Alemanha S.A.”, num esquema em que os grandes bancos dominavam as empresas abertas. Do mesmo modo, na França, os administradores das principais empresas cotadas em Bolsa são obrigados a fazer viagens aos Estados Unidos para explicar a sua política aos fundos de pensão que são os seus acionistas. Independentemente da evolução legislativa, o contexto econômico e a prática obrigam, pois, os controladores a uma nova política de esclarecimentos do público, passando a dominar o princípio da “*full disclosure*” (transparência completa) que não era comum na empresa europeia até a Segunda Guerra Mundial. Acresce que as inovações do direito penal econômico e a atuação do Ministério Público criaram novas formas de controles a fim de evitar o “abuso de bens sociais”, que, no passado, em alguns casos e em pequenas proporções, constituía uma prática tolerada, sem que houvesse a plena distinção entre o patrimônio da empresa e o do seu controlador.

II. A legislação brasileira

13. Para fins de melhor compreensão, podemos distinguir quatro fases na legislação brasileira referente às sociedades anônimas, que seriam as seguintes:

- a) A fase anterior à Lei nº 6.404;
- b) A Lei nº 6.404 e sua aplicação;
- c) A evolução legislativa e jurisprudencial de 1990 a 2000;
- d) os projetos do terceiro milênio.

A) A Fase Anterior à Lei nº 6.404/76

14. Podemos afirmar que, do século XIX até 1960, é parca a jurisprudência brasileira em matéria societária, não obstante alguns casos relevantes que

chegaram a ser julgados pelos tribunais. A sociedade anônima que então predomina é quase exclusivamente familiar e os seus conflitos se resolvem de maneira doméstica, dentro da concepção então dominante. Cabe ao *pater familias*, ao patriarca ou ao coronel, decidir quase soberanamente a respeito de todos os aspectos da política empresarial, do mesmo modo que ele comanda a família, sem qualquer intervenção do Poder Judiciário. Assim, ao estudioso da jurisprudência fica a falsa impressão de que, na época, não havia abusos de maioria, quando, de fato, a minoria é que não tinha qualquer proteção efetiva, mesmo quando os textos legais eram a seu favor.

15. Neste sentido, tivemos a ocasião de escrever, em 1955, que o problema da responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas era matéria virgem no Brasil⁹, como posteriormente reiterado em Congresso da Association Henri Capitant realizado, no Rio de Janeiro, em 1963. Na ocasião, verificou-se que a situação não era muito diferente em alguns países da Europa, como por exemplo a França.¹⁰

16. Efetivamente, com o início da industrialização após a Segunda Guerra Mundial e as primeiras manifestações do capitalismo financeiro, o legislador começou a cogitar da proteção do minoritário e do acionista preferencialista. Dois fatores retardaram, todavia, a elaboração legislativa na matéria.

17. De um lado, os acionistas não-controladores não estavam interessados na gestão da empresa, sendo tipicamente *sleeping partners*, que recebiam — ou não recebiam — os dividendos e acreditavam na valorização das ações das empresas cotadas em Bolsa, que, na sua grande maioria, eram sociedades de economia mista. Este foi o segundo motivo da lentidão na reação dos minoritários, que não tinham condição de discutir — e muito menos litigar — com um acionista majoritário, que era o próprio Estado. Deve-se salientar, aliás, que o Brasil talvez tenha sido um dos poucos países do mundo no qual o mercado de capitais foi, por várias décadas, dominado pelas empresas estatais. Somente a partir de 1970, cogitou-se de elaborar uma nova legislação societária moderna dando maior ênfase à proteção dos minoritários e à responsabilidade do controlador.

B) A Lei nº 6.404/76

18. A legislação de 1976, abrangendo as Leis nº 6.404 e 6.385, apresentou um conjunto de novas alternativas para o empresário e tentou garantir um certo equilíbrio entre os direitos e deveres do controlador, ensejando a sua responsabilidade não só pela violação frontal das leis mas também no caso de abusos de direito. Tecnicamente excelente e com uma visão prospectiva e didática, a

Lei nº 6.404 constituiu um passo importante para a criação de um mercado moderno de capitais no Brasil.

19. A concepção então dominante ainda pressupunha todavia a existência de um controlador ou de um controle partilhado e tinha como premissa a existência de minoritários relativamente desinteressados da gestão. Por outro lado, não se previu a importância que poderia ter o sócio estratégico, mesmo quando minoritário, nem a existência, entre os não controladores, dos fundos de pensão e dos fundos mútuos, com maior força e uma visão mais ativa da sua posição na empresa.

20. Um dos aspectos importantes da lei foi a decorrente da chamada Emenda Lehman que, ao mudar, no Senado, a redação do projeto de lei garantiu, no art. 254, ao minoritário (acionista ordinário não controlador) o direito de receber o mesmo preço pago ao controlador, no caso de alienação de controle (direito atualmente denominado *tag along*), no qual o Brasil foi pioneiro em relação a vários países europeus.

21. Entre 1976 e 1990, desenvolvem-se, no país, tanto a previdência privada como o mercado de capitais, com a institucionalização dos fundos de ações e surgem os primeiros conflitos entre minoritários e controladores diante de um Poder Judiciário que, na época, tinha pouca experiência na matéria.

22. No fim da penúltima década do século passado, a Comissão de Valores Mobiliários se fortalece e surgem as primeiras tentativas de privatização.¹¹

23. Efetivamente, ainda em 1988, o então Ministro da Fazenda Mailson Ferreira da Nóbrega afirmava em relatório apresentado em reunião com o Presidente da República, os Governadores e os Ministros do Conselho de Desenvolvimento Econômico a sua preocupação em desenvolver o mercado de capitais, “como financiador do desenvolvimento econômico e propulsor da democratização da propriedade”, além de pregar a privatização das empresas estatais¹².

C) A Evolução Legislativa e Jurisprudencial de 1990 a 2000

24. A partir de 1990, a abertura da economia brasileira cria um novo contexto para o direito societário, em virtude do ingresso do capital estrangeiro no mercado de capitais, que se iniciara em 1989, com a conversão da dívida¹³, o aumento da presença em nosso país das multinacionais, não só norte-americanas como também européias, as fusões e incorporações, a transformação das antigas estatais em empresas concessionárias e o fortalecimento dos fundos de pensão, que passaram a constituir os grandes investidores no mercado de

capitais, com um papel mais relevante, em virtude da sua participação nos acordos de acionistas.

25. Acresce que as privatizações levaram o Governo a propor modificação da lei societária a fim de revogar a Emenda Lehman (art. 254 da Lei nº 6.404) pela Lei nº 9.457/97 de tal modo que, na venda de controle, o prêmio só coubesse à União em detrimento dos não controladores. Para obter melhor preço, os editais de licitação, na sua maioria, não exigiram que a empresa, depois de privatizada, continuasse a ser efetivamente aberta. Não se vedou pois o fechamento, oficial ou branco, da companhia que retira liquidez às suas ações e, conseqüentemente, reduz o seu valor.

26. Podemos dizer, pois, que em virtude das privatizações na forma em que ocorreram, o acionista minoritário não só deixou de receber o prêmio de controle, como também acabou tendo que vender as suas ações ao novo controlador a preço vil, sob pena de perderem a sua liquidez. Assim, o minoritário acabou, por via indireta, pagando (em virtude do desconto sofrido pelo preço da ação que teve que vender) parte do ágio que a União Federal recebeu do controlador. Essa situação pode encontrar uma explicação na luta do Governo contra a inflação, mas não tem justificativa ética.

27. Não obstante uma reação recente, mas um pouco tardia, da CVM, um grande número de acionistas minoritários e preferencialistas de empresas privatizadas e de bancos vendidos a grupos estrangeiros sofreram prejuízos que abalaram a credibilidade do mercado de capitais.¹⁴

28. Ao iniciar-se o terceiro milênio, podemos resumir a situação existente no Brasil entendendo que o mercado de capitais do Brasil está tendo o seu desenvolvimento prejudicado por aspectos fiscais (CPMF) e pela migração de ações para o exterior (ADRs), mas também por uma estrutura societária que deve ser reformulada. Efetivamente:

a) o número de sociedades abertas está diminuindo, com poucas empresas ingressando no mercado de capitais e várias outras fechando o seu capital de direito ou de fato;

b) há uma grande litigiosidade na matéria, com conflitos de interesses levados diariamente às autoridades administrativas e à Justiça, abrangendo ações de minoritários e preferencialistas contra a empresa e processos movidos pelos diversos signatários dos acordos de acionistas ou dos titulares do controle partilhado divergindo uns dos outros;

c) os abusos de maioria e o desrespeito à letra ou ao espírito dos acordos entre acionistas, assim como o fechamento branco, ou de fato, de empresas abertas, estão afetado gravemente a confiança que deve ser depositada no mercado de capitais.

29. O conjunto desses fatores levou à elaboração de projetos reformando a atual legislação, embora se saiba que a mudança legislativa, por si só, não possa resolver a totalidade dos problemas pendentes.

D) Os Projetos do Novo Milênio

30. É, pois, oportuna e necessária a reforma da Lei das Sociedades por Ações, precisamente no momento em que se difundiu uma certa desesperança dos investidores em ações e também dos acionistas minoritários, provocada pela ineficiência da atual disciplina societária e do mercado de valores mobiliários na proteção dos direitos da minoria, frente aos crescentes e freqüentes abusos dos acionistas controladores.

31. Pode-se dizer que, mesmo agora, ao iniciar-se o século XXI, em muitas situações, acionistas controladores de empresas brasileiras consideram e tratam o acionista minoritário como o fazia um banqueiro alemão do século XIX: um tolo (porque entrega o seu dinheiro, comprando ações) e um arrogante (por ainda querer que lhe sejam prestadas contas e pagos os dividendos adequados).

32. É certo que, nos aspectos ligados ao abuso no exercício do controle acionário, a Lei nº 9.457, de 5 de maio de 1997, trouxe um pequeno reforço à disciplina da responsabilidade civil do controlador, por atos ilícitos e condutas abusivas, acrescentando mais uma modalidade exemplificativa ao § 1º do art. 117 da lei societária, concretizada no ato de *subscrever ações, para os fins do disposto no artigo 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia*.

33. Pode-se dizer que as práticas de abuso de poder são sempre diversas e não obstante o esforço que o legislador faça para caracterizá-lo, não se chegaria a abranger todas as modalidades possíveis. Qualquer tentativa para regulá-lo não evitará que seja descoberto um meio mais criativo de desenvolver uma nova maneira de praticá-lo.

34. Assim, a lista de exemplos do que seria abuso de poder, que consta da atual lei, já pode ser considerada suficiente, competindo à jurisprudência, administrativa e judicial, bem como à própria companhia, nos seus estatutos e regimentos internos, regulamentar o que será reputado configurador do abuso de poder.

35. Urge, pois, proceder-se a uma verdadeira e completa “reversão de expectativas”, trazendo, para o mercado, as normas necessárias para que possam ser restabelecidas a confiança e a segurança dos investidores em ações de companhias abertas, viabilizando a criação de um mercado de capitais dotado

das condições básicas para o desempenho da sua verdadeira função construtiva de criar e dividir riqueza, fazer frutificar a poupança e garantir um maior número de empregos. Um mercado de valores mobiliários saudável, capaz de atrair capitais internos e externos, constitui fator preponderante ao desenvolvimento econômico do país.

36. Há de se ter cautela, no entanto, com os excessos de regulação, pois é o acionista majoritário quem aceita um maior risco no investimento, e, por isso, deve ser evitada a inversão dos papéis, na medida em que a interferência dos minoritários na gestão da sociedade pode ocasionar o chamado “abuso da minoria”, quando o minoritário passa a buscar unicamente vantagens pessoais, sem que assuma qualquer risco empresarial, podendo redundar tais atitudes em prejuízos para a empresa.

37. Enfim, é importante ressaltar que o equilíbrio entre majoritários e minoritários — quer sob o prisma econômico da ação, quer sob o seu aspecto político — constitui a chave do funcionamento harmônico da sociedade anônima.

38. Certamente, o atual momento é propício para a reforma da lei societária, como se nota através das manifestações construtivas de várias autoridades governamentais, como as do Ministro Alcides Tápias, bem como dos Presidentes do Banco Central, da CVM e do próprio Congresso Nacional.

39. Dentro deste cenário favorável que se criou, conta com todo o apoio do governo e da opinião pública a proposta de reforma da Lei das Sociedades por Ações — Projeto de Lei nº 3.115, de 1997, que teve por relator o Deputado Emerson Kapaz, consolidando os Projetos de Lei nº 3.519/97 e 1.000/99, de autoria do Deputado Luiz Carlos Hauly e do Deputado Hélio Costa, e que atualmente mereceu ser modificado pelo substitutivo da autoria do Deputado Kandir, que atualmente (agosto 2000) aguarda votação na Câmara.

40. Considerando as muitas propostas apresentadas para alterar o diploma legal societário, dotando de maior garantia os minoritários, o relator resolveu apresentar um substitutivo à Comissão de Economia, Indústria e Comércio, no qual foram incorporadas numerosas sugestões apresentadas pelos autores dos projetos em análise — Deputados Luiz Carlos Hauly e Hélio Costa —, além de outras que seguiam as mesmas tendências.

41. Após a análise das emendas e a introdução das modificações pertinentes, o Substitutivo foi aprovado por unanimidade em sessão de 19/04/2000, sendo então encaminhado no dia 12 de maio de 2000, para a Comissão de Finanças e Tributação, registrando-se a apresentação de 130 emendas. O Projeto foi aprovado por unanimidade nessa Comissão em 07 de junho de 2000.

42. Posteriormente, analisando o projeto apresentado, o Deputado Antônio Kandir salientou que:

“Como condição necessária para se atingir um mercado de capitais pleno, a experiência, no âmbito internacional, tem demonstrado ser imprescindível que o Poder Legislativo cumpra a função de instituir mecanismos legais adequados para a proteção dos interesses daquele que investe sua poupança em atividade produtiva, tornando-se o acionista de uma sociedade anônima. (...)”

Impõe-se, portanto, ajustar o regime jurídico das sociedades anônimas às melhores práticas de gestão empresarial atualmente preconizadas, objetivando instituir mecanismos de transparência e cooperação entre o acionista controlador e o investidor que nenhuma ingerência possui na administração da companhia aberta.”

43. Contudo, afirma ainda que todo esse esforço do Poder Legislativo se tornaria infrutífero se não for levado em conta o fortalecimento dos instrumentos de controle de Administração Pública, o que torna necessária a reavaliação do aparato jurídico da Comissão de Valores Mobiliários, autoridade reguladora do mercado de capitais brasileiro, criada em 1976, incorporando ao texto do Substitutivo alterações a serem introduzidas na Lei nº 6358/76.

44. Dentre os aspectos de maior relevo na reforma legislativa que foram aprovados na Comissão, destaquem-se:

- a) a alteração da proporção entre ações ordinárias e ações preferenciais, de um terço/dois terços para meio a meio;
- b) a maior proteção do minoritário no caso de fechamento do capital de companhia aberta;
- c) o tratamento igualitário em favor dos minoritários no caso de alienação do controle;
- d) a nova disciplina do direito de recesso;
- e) a participação dos acionistas minoritários e preferencialistas na composição do conselho de administração;
- f) a garantia de transparência nas deliberações de matérias importantes da vida societária;
- g) o funcionamento permanente do conselho fiscal na sociedade aberta, garantindo-se a presença dos minoritários e dos preferencialistas, perdendo o controlador a sua posição majoritária no mencionado órgão societário;
- h) as novas disposições que fortalecem a atuação da CVM;
- i) a definição dos crimes contra cometidos no âmbito do mercado de capitais;

45. Analisaremos, em seguida, os aspectos relacionados, direta e indiretamente, ao controle e à gestão das companhias, e como estão sendo abordados no Projeto de Reforma da Lei das Sociedades por Ações para proteger os acionistas minoritários.

III. As Principais Propostas de aperfeiçoamento da disciplina societária

A) A Alteração na Proporção entre Ações Ordinárias e Ações Preferenciais

46. Partindo de uma análise detida da questão relativa à formação do controle acionário, inclusive em face da experiência internacional, o primeiro relator do Projeto de Reforma da Lei Societária, Deputado Emerson Kapaz, concluiu haver: “um verdadeiro e injustificável exagero na permissão de emissão de tal classe de ações até 2/3 do capital”.

47. Considerou, com base no direito comparado, que: “o percentual de 50% seria mais do que suficiente para permitir a capitalização da empresa, sem, contudo, manter a distorção atual em que se pode exercer o controle de uma empresa com a propriedade de pouco mais que 15% do capital”.¹⁵

48. Em conseqüência, a Comissão deu a seguinte redação ao artigo 15, §2º da Lei nº 6.404:

“Art.15.....

§ 2º 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 das ações emitidas”.

49. Muito embora não se tenha prestigiado a sugestão de eliminar por completo as ações preferenciais, consoante pretendido pelo Deputado Luiz Carlos Haully (PL. 3519), por considerá-la radical, o dispositivo tem virtudes que impõem seu acatamento considerando-se, em particular, a situação de desenvolvimento econômico do nosso país.¹⁶

50. A norma modificada no Projeto de Lei só se aplicará às sociedades constituídas após a sua entrada em vigor para respeitar as situações atualmente existentes.

51. Paralelamente, se fez necessário promover maior adequação das demais disposições implicadas, para que se mantivesse a coerência da Lei, propondo, no art. 17¹⁷, uma salvaguarda em função das companhias que passarem por situações adversas, bem como nova redação para o art. 111.¹⁸

B) A Maior Proteção do Minoritário no Caso de Fechamento do Capital de Companhia Aberta

52. O substitutivo apresentado pelo Deputado Antonio Kandir mantém as alterações inseridas no art. 4º da Lei nº 6.404/76, do Projeto nº 3.519/97, ressaltando alguns ajustes de cunho redacional, com referência ao fechamento de capital por companhias abertas.¹⁹

53. Foi, ainda, delegada à Comissão de Valores Mobiliários — CVM a atribuição de regulamentar o dispositivo, no sentido de fixar os procedimentos a serem observados nas referidas ofertas públicas, esclarecendo-se, em relatório na Câmara dos Deputados que: “Consideramos igualmente adequada a previsão, constante do mesmo artigo, de poder para a CVM editar a regulamentação que se faça necessária para escoreita aplicação de tais disposições, através de determinação de procedimentos a serem observados nas referidas ofertas públicas aos acionistas minoritários.”

54. Aliás, a matéria já tinha sido tratada pela CVM, na Instrução nº 299, de 9 de fevereiro de 1999, dispondo sobre a divulgação de informações na alienação de controle acionário e no aumento de participação de acionistas controladores, administradores e membros do conselho fiscal, a negociação de ações de própria emissão e a disciplina de ofertas públicas para aquisição de ações. À falta de dispositivo legal expresso autorizando a regulamentação, a referida instrução, quando editada, foi alvo de diversas críticas, inclusive quanto à legalidade das disposições relacionadas à obrigatoriedade de oferta pública extensiva de preço aos acionistas minoritários.²⁰

C) O Tratamento Igualitário em Favor dos Minoritários no Caso de Alienação do Controle

55. No que toca à alienação do controle, a Lei nº 9.457, de 1997, retirou do texto da Lei das Sociedades Anônimas de 1976 a obrigatoriedade de extensão aos acionistas minoritários, do preço pago ao controlador, quando da venda de controle de companhia aberta. O legislador de 1997, quanto a este ponto, teve por escopo viabilizar a alienação do controle de sociedades de economia mista, no bojo do processos de desestatização em curso, que teve tratamento diferenciado, decorrente do interesse público envolvido. O restabelecimento do art. 254, constante do atual Projeto de Reforma, é, pois, reflexo do tratamento dado à matéria anteriormente e que hoje prevalece na maioria dos países.

56. É interessante notar que a obrigação da oferta pública do art. 254, que foi inspirada no direito norte-americano, não existia na maioria dos países

européus em 1976. No entanto, ao mesmo tempo em que desapareceu no Brasil, o instituto se generalizou em muitos outros sistemas jurídicos.

57. Nas disposições projetadas, em quase tudo semelhantes às que existiam no diploma de 1976, notam-se duas principais modificações:²¹

a) a possibilidade de que as companhias concedam aos seus acionistas sem direito a voto (preferencialistas) o direito previsto para as ações com direito a voto, regulando no estatuto, com precisão e minúcia, as condições do exercício deste direito;

b) o disposto no art. 254-A não se aplica às companhias cujos editais de privatização já tenham sido publicados, ou que vierem a ser privatizadas até 31 de dezembro de 2000.

58. Cabe ressaltar, com respeito a este tema, que a disposição, como projetada, abrange, imperativamente, tal como na lei de 1976, os acionistas ordinários da sociedade²², deixando às companhias a possibilidade de estender estas regras aos demais acionistas, titulares de ações preferenciais.²³ Caso às ações preferenciais seja atribuído apenas o direito de receber prioritariamente, o valor do reembolso capital, com prêmio ou sem, está garantindo, no Projeto, dos titulares destas ações que alienar a sua respectiva participação acionária, recebendo, no mínimo, 80% do valor pago por cada ação integrante do bloco de controle. Por outro lado, não há, no bojo do projeto, dispositivos acautelatórios da operação em si, que pode ser danosa à companhia e à grande massa de acionistas preferencialistas.

59. Além disso, as disposições projetadas propiciam o tratamento diferenciado e inequívoco aos acionistas de sociedades de economia mista, que são, em grande número de casos, empresas privadas com larga base acionária.

D) A Nova Disciplina do Direito de Recesso

60. O direito de retirada aparece pela primeira vez, na Itália, como resposta ao princípio majoritário, admitindo que a maioria deliberasse mudança das atividades das empresas à revelia da minoria, dando-se, em contrapartida, o direito de retirar-se a esta, da sociedade.

61. No Brasil, a Lei das Sociedades Anônimas multiplicou os casos de direito de recesso e talvez tenha chegado a hora de serem analisadas, com maior profundidade, as alternativas de retirada dos acionistas, evitando as hipóteses em que o exercício deste direito possa gerar um engessamento do desenvolvimento empresarial necessário para o atendimento dos fins sociais, especialmente numa fase de grandes transformações da economia.²⁴

62. O substitutivo do Deputado Emerson Kapaz, quanto a esta matéria, foi ainda mais abrangente do que o proposto pelo Deputado Luiz Carlos Hauly. Considerou que, se tomadas medidas listadas no art. 136, que modificam estruturalmente a companhia ou alteram os direitos dos minoritários, dentre as quais se incluem os casos de cisão, fusão ou incorporação, cabe o direito de retirada do acionista. Por outro lado, uma vez exercido o direito de recesso, o acionista minoritário deve receber, no mínimo, o reembolso de suas ações, pelo seu valor econômico e não mais pelo valor contábil.

63. Examinando as razões da alteração determinada pela Lei nº 9.457/97, que eliminou o direito de recesso para o caso de cisões, observou o relator do PL 3.115/97 que a mesma teve, como único e confessado objetivo, retirar óbices existentes ao Programa Nacional de Desestatização — PND. Para tanto, contudo, não seria preciso ir tão longe, prejudicando os acionistas minoritários em situações diversas do Programa de Desestatização.

64. Assim, o novo projeto consagra o direito de recesso nos casos de cisão, quando dela resultarem, direta ou indiretamente, qualquer dos eventos que ensejam o exercício de tal direito, ressaltando-se tão-somente as reestruturações ocorridas no âmbito do PND.

65. Ainda com relação ao artigo 137, o projeto busca atribuir um conceito mais claro de liquidez da espécie ou classe de ação, propondo que, nessas condições, o acionista não terá direito de recesso em decorrência da fusão da companhia, da sua incorporação em outra, da participação em grupo de sociedades e da sua cisão.²⁵ Enquanto, no texto da legislação de 1997, a exceção ocorria desde que ocorresse uma das condições previstas no inciso II do art. 137, no novo texto é preciso, para tal fim, que estejam atendidos simultaneamente os dois requisitos inscritos neste dispositivo.

E) A Participação dos Acionistas Minoritários e Preferenciais na Composição do Conselho de Administração

66. Outra importante inovação, no que toca ao exercício do controle acionário, reflete-se na preocupação do legislador de mitigar um pouco a força do controlador nas decisões societárias importantes, protegendo a companhia e os acionistas. Perseguindo este propósito, o projeto traz disposições que determinam a participação dos acionistas minoritários e preferenciais na composição do conselho de administração, através da eleição de um conselheiro. Somente poderão exercer o direito de se eleger os acionistas que comprovem a titularidade ininterrupta da participação acionária exigida durante o período de três meses. Este direito é conferido:

a) aos acionistas representantes de 15% do capital social, em ações com direito a voto, complementando-se assim as regras referentes ao voto múltiplo.

b) aos acionistas preferencialistas, com voto restrito ou sem direito a voto, representantes de 10% do capital social, podendo os mesmos elegerem e destituir, em eleição em separado, um membro do conselho de administração, ficando também explicitada, no texto legislativo, a vedação aos acionistas controladores, de participação na mencionada eleição.

67. Há de ser lembrado, contudo, que, levadas ao extremo, medidas de proteção aos acionistas minoritários podem acabar por trazer um certo bloqueio ao processo de tomada de decisões na vida da empresa, acarretando prejuízos à própria companhia e aos seus acionistas, como tem sido salientado por alguns autores, como o Professor Alfredo Lamy Filho.²⁶

68. No caso, as normas projetadas têm o aspecto positivo de possibilitar ao acionista sem direito de voto a prerrogativa de, mesmo que não chegue a influenciar as decisões administrativas importantes, poder conhecer, com maior transparência, e discutir os atos de gestão da sociedade, funcionando, na realidade, como verdadeiro observador e debatedor.

69. Outra espécie de participação no conselho de administração de companhias já vinha sendo adotada nos processos de desestatização, como obrigação dos novos controladores de promover alteração estatutária garantindo a integração, no conselho de administração, de um representante dos empregados da companhia privatizada.

70. São as seguintes as novas regras projetadas para serem introduzidas na *disciplina societária*:

“Art.141.....

§4º. Terão direito de eleger e destituir um membro e seu suplente do conselho de administração, em votação em separado na assembléia geral, excluído o acionista controlador, a maioria dos titulares, respectivamente:

I — de ações de emissão de companhia aberta com direito a voto, que representem, pelo menos, 15% (quinze por cento) do total das ações com direito a voto; e

II — de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito de emissão de companhia aberta, que representem, no mínimo 10% (dez por cento) do capital social.

§5º. Somente poderão exercer o direito previsto no parágrafo anterior os acionistas que comprovarem titularidade ininterrupta da participação acionária ali exigida durante o período de três meses, no mínimo, imediatamente anteriores à realização da assembléia geral.

§6º. Os acionistas que concorrerem com seus votos para a eleição de conselheiros com base no disposto no §4º deste artigo não poderão exercer essa mesma prerrogativa em mais de uma companhia, cujos objetos sociais preponderantes sejam coincidentes.

§7º. Sempre que, cumulativamente, a eleição do conselho de administração se der pelo sistema do voto múltiplo e os titulares de ações preferenciais exercerem a prerrogativa de nomear um conselheiro, será assegurado a acionista ou grupo de acionistas vinculados por acordo de votos que detenham mais de 50% (cinquenta por cento) das ações ordinárias o direito de eleger conselheiros em número igual ao dos eleitos pelos demais acionistas, mais um, independentemente do número de conselheiros que, segundo o estatuto, compoem o órgão.

§8º. Os mandatos dos conselheiros eleitos na forma do §4º deste artigo ficarão extintos sempre que os acionistas que elegerem reduzirem suas respectivas participações acionárias a 50% (cinquenta por cento) dos percentuais mencionados I ou II, conforme o caso.

§9º. A companhia deverá manter registro com a identificação dos acionistas que exercerem a prerrogativa a que se refere o §4º.

Art. 157.....

§6º. Os administradores da companhia aberta deverão informar, imediatamente as modificações em suas posições acionárias na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários de emissão da companhia estejam admitidos à negociação, nas condições e na forma determinadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

71. No que toca à administração das sociedades anônimas, há, ainda, alguns outros aspectos que também mereceriam ser examinados pelo legislador e que se referem à chamada “governança corporativa”, ou seja, ao sistema democrático de equilíbrio de poderes que deve prevalecer na companhia. A matéria poderia ter recebido do legislador maior atenção, ao menos para determinar que as companhias adotassem e tornassem públicas regras nesse sentido.

72. Dentro deste enfoque, é importante preservar a adequada separação de poderes, com o equilíbrio entre as atribuições da diretoria executiva e as do conselho de administração.

73. Do mesmo modo, é preciso fortalecer o conselho de administração e torná-lo mais eficiente e independente, para que possa agir sempre no interesse da companhia, devendo qualquer desvio de conduta ser punido.

74. A nossa tradição é de conselhos de administração meramente homólogoatórios, sem independência, nem responsabilidade, havendo determinados

profissionais que cumulam a presença meramente honorífica e remunerada em numerosos conselhos, sem o preparo técnico necessário ao exercício das funções de administrador e/ou sem tempo para exercê-las. Trata-se de situação que deveria ter desaparecido quando estabeleceu-se que os conselheiros eleitos deveriam ser profissionais com qualificação adequada para o exercício do cargo, atribuindo-se responsabilidade solidária aos acionistas que elegerem pessoas inaptas, moral ou tecnicamente.

75. Além disso, em grande número de sociedades, os acionistas celebram acordo de acionistas para garantir, através destes administradores, o exercício de suas vontades, determinando o voto e a forma de proceder dos conselheiros, o que, obviamente, os tornam simples representantes dos acionistas, podendo distorcer o regime de responsabilidade e independência, ditados pela lei²⁷, embora sempre lhes caiba respeitar os acordos de acionistas. Estes não podem ser violados invocando-se descabidamente a autonomia dos conselheiros, especialmente quando recebem dos seus eleitores diretrizes para desobedecer aos mencionados acordos.

76. Nos Estados Unidos, separa-se cada vez mais as funções da presidência do conselho e de presidente da companhia. Em nosso país, pela lei, ao conselho de administração competem duas atividades básicas: a definição de políticas para a empresa e a fiscalização dos diretores. Por outro lado, a diretoria é o órgão de execução das atividades sociais. Assim pode ser considerada conflitante, em tese, a presença de uma mesma pessoa nos dois órgãos de decisão e especialmente na presidência de ambos, embora legalmente permitida (art. 141 § 1º).

77. Também poderia ser cogitada a presença de terceiros conselheiros independentes, com especialização na área de atuação da empresa. Esta medida acarretaria, sem dúvida, caso viesse a ser objeto de previsão em lei, uma independência e uma eficiência maior para os órgãos decisórios da sociedade, ao mesmo tempo em que justificaria mais acentuada cobrança quanto aos seus deveres e responsabilidades, frente à sociedade e aos acionistas.²⁸

F) O Aperfeiçoamento no Processo de Decisões Societárias: as Regras de Transparência

*“A full disclosure, como a luz do sol, é no melhor dos desinfe-
tantes”*

*Juiz Louis Brandeis
(da Suprema Corte dos Estados Unidos)*

78. O direito à informação completa e imediata não é um privilégio. A empresa deve fornecer informações constantes e detalhadas aos seus acionistas.

Assim, tanto nas assembléias como nos relatórios da empresa, devem ser tornados públicos todos os elementos importantes à avaliação dos acionistas a respeito dos negócios e da situação financeira da companhia, abrangendo o montante das remunerações individuais dos administradores, o número de ações e de *stock options* que possuem, as suas vantagens diretas ou indiretas.

79. É necessário conceder maiores poderes de atuação à CVM de modo a obrigar as companhias a divulgar o balanço com maior clareza, bem como a proporcionar aos acionistas um maior tempo para exame das informações disponibilizadas, especialmente no caso das reestruturações societárias, para que possam analisar, de forma mais detida, as questões de maior complexidade tratadas pela assembléia geral de uma companhia.

80. Para que a informação flua adequadamente, deve haver uma única pessoa responsável pela mesma²⁹, sendo divulgadas tanto as informações positivas quanto as negativas em relação à empresa, e não apenas os fatos que formalmente são considerados relevantes. As informações falsas ou inexatas devem ser severamente punidas, como também as omissões e atrasos na divulgação de eventos relevantes.

81. O PL 3.115, na redação do substitutivo apresentado pelo Deputado Antonio Kandir, dotou, ainda, a CVM de poderes suficientes para assegurar que, em vista de matérias de maior complexidade, os acionistas tenham direito a uma maior transparência, possibilitando a formação de sua convicção e o conseqüente exercício do seu direito de voto.

82. No projeto de lei apresentado, a CVM é competente para suspender o curso do prazo para realização da assembléia geral, sempre que entender que a matéria a ser deliberada não está suficientemente esclarecida, podendo determinar que sejam prestadas as informações complementares ou adotadas as providências que julgar necessárias.

83. Fato é que a CVM, mesmo antes de tornar-se lei o dispositivo acima referido, editou a Instrução nº 319, de 3 de dezembro de 1999, que dispõe sobre a divulgação de informações nas operações de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta, impondo maior prazo para conhecimento e exame das informações pelos acionistas, antes da deliberação, em assembléia, a respeito da operação.³⁰

G) A Arbitragem

84. Uma inovação importante do substitutivo apresentado pelo Deputado Emerson Kapaz e que foi acatada pelo Deputado Antonio Kandir, consiste em trazer para o âmbito da lei societária a possibilidade de composição de conflitos

entre controladores e os demais acionistas pela via arbitral, o que tem por objetivo, reduzir o número de processos no âmbito do Poder Judiciário. Eis o conteúdo do dispositivo do projeto:

“Art.109.....

3º. O estatuto da sociedade poderá estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionados através de arbitragem, pelo órgão que especificar.”

85. A mesma solução da arbitragem foi concebida para o caso de ser decidida pela existência ou não de conflito de interesses, que, nos termos do art. 115, enseja a configuração de abuso do direito de voto, passível de anulação e responsabilização do acionista que o proferiu, como se verifica pela nova redação que consta do Projeto na sua última versão:

“Art. 115. O acionista deve exercer o direito de voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

.....
§5º. Poderá ser convocada assembléia geral para deliberar quanto à existência de conflito de interesses, e à respectiva solução, por acionistas que representem 10% (dez por cento), no mínimo, do capital social, observado o disposto no parágrafo único, alínea ‘c’, parte final do art. 123.

§6º. No curso da assembléia geral ordinária ou extraordinária, os acionistas a que se refere o parágrafo anterior poderão requerer que se delibere sobre a existência de conflito de interesses, não obstante a matéria não constar da ordem do dia.

§ 7º. Decairão do direito de convocar a assembléia de que trata o §5º os acionistas que o não fizerem no prazo de 30 (trinta) dias, contados da data em tiverem ciência inequívoca do potencial conflito de interesses.

§ 8º. Caso a assembléia geral, por maioria de votos, deliberar haver conflito de interesses, deverá especificar as matérias nas quais o acionista em situação de conflito ficará impedido de votar.

§ 9º. A assembléia especificada no parágrafo anterior poderá delegar, com a concordância das partes, à arbitragem a solução de conflito.”

86. A medida traz em si a vantagem da celeridade na composição dos conflitos, bem como pretende obter soluções mais racionais, para a companhia e para os acionistas, introduzindo, no campo institucional da disciplina societária, uma alternativa de ordem contratual, freqüentemente encontrada em

acordos de acionistas e que evita o recurso ao Judiciário, cujo procedimento é moroso, além de ensejar uma publicidade que pode ser nociva para a empresa. Acresce que o projeto foi feliz ao exigir que as partes especifiquem o órgão arbitral que funcionará, evitando as dúvidas que surgiram em relação à constitucionalidade do art. 7º da Lei de Arbitragem.³¹ Disposição análoga consta aliás do nosso Anteprojeto de Lei referente às sociedades por quotas de responsabilidade limitada, que foi elaborado por Comissão nomeada pelo Ministro da Justiça e que presidimos.³²

H) A Garantia do Funcionamento Permanente do Conselho Fiscal na Sociedade Aberta, sendo Facultativa a sua Instalação na Empresa Fechada, garantindo-se a presença dos Minoritários e dos preferencialistas e perdendo o Controlador a maioria dos Membros no Referido Órgão

87. A instalação do conselho fiscal tem como pressuposto o exercício do direito essencial dos acionistas minoritários de fiscalização do exercício do poder de controle das atribuições dos administradores da companhia. Decorre daí, inclusive, a previsão legal que possibilita a participação, no conselho fiscal, de um representante de acionistas preferenciais sem direito a voto e de um representante de acionistas titulares de participação minoritária que tenha no mínimo 10% (dez por cento) das ações votantes da companhia (art. 161, § 2º).³³

88. Para os acionistas, a representatividade num órgão fiscalizador constitui instrumento de extrema importância, porque lhes permite fiscalizar a gestão dos negócios sociais e verificar se estes estão se dando dentro dos limites da lei, já que podem, a qualquer tempo, pedir esclarecimentos ou informações, desde que relativas à sua função fiscalizadora. Esta representatividade constitui direito essencial do acionista — art. 109, inciso III da Lei nº 6.404/76 — e, como tal, o estatuto social e a assembléia geral não podem privá-lo de seu exercício.

89. Assim sendo, conclui-se que a eleição dos membros do conselho fiscal corporifica uma das formas mais amplas para a proteção dos interesses daqueles destituídos de qualquer comando. Serão escolhidos, no máximo, 5 (cinco) e, no mínimo, 3 (três) membros para o conselho fiscal, conferindo tanto ao acionista minoritário (ordinário) quanto ao acionista preferencial, o direito de eleger um membro do conselho fiscal da companhia.

90. O Projeto de Lei nº 3.115/97 incorpora à disciplina societária importantes regras, especificando melhor as normas relativas à representação de preferencialistas e minoritários no conselho fiscal, de forma a impedir a parti-

cipação, em sua eleição, do controlador, parentes deste, ou sociedade controladora, ou companhia do mesmo grupo, o que, sem dúvida, distorceria o sentido da norma legal.

91. Basta lembrar que, mesmo sendo a União Federal a controladora da Petrobrás, o acionista que, por longo tempo, representou a minoria, ou seja, a iniciativa privada foi a BNDESPAR, controlada pelo BNDES e, indiretamente, pela União Federal.

92. A regulamentação do registro referente ao Conselho Fiscal consta do art. 161, com a nova redação proposta:

“Art. 161.....

§ 4º. Na constituição do conselho fiscal de companhia aberta serão observadas as seguintes normas:

a) Os titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, excluído o acionista controlador, terão direito de eleger, em votação em separado, um membro e respectivo suplente;

b) Os titulares de ações ordinárias, excluídos o acionista controlador, que representem, em conjunto 10%(dez por cento) ou mais das ações com direito a voto, também terão o direito previsto na alínea a);

c) os acionistas controladores e os demais acionistas com direito de voto poderão eleger membros em número igual ao somatório dos eleitos nos termos das alíneas a) e b); e

d) o último membro do conselho será um representante do auditor independente da companhia.”

93. Considerando a posição do auditor, não nos parece feliz que possa indicar o Presidente do Conselho Fiscal, ao qual cabe papel relevante. Melhor seria que houvesse a eleição pelos membros do Conselho Fiscal por maioria qualificada.

V. Conclusões

94. Toda e qualquer medida de aprimoramento das normas da lei societária será inócua, caso não se proporcione ao investidor de mercado meios para tornar efetiva a disposição legal, de forma rápida e eficaz. Nesse sentido, faz-se importante consignar, na regulamentação legislativa, a proteção do investidor no mercado, que não se confunde com o consumidor, não se lhe podendo aplicar, em nosso entender, o Código do Consumidor.

95. Uma das medidas importantes é a ação civil pública para proteção do investidor, criada pela Lei nº 7.913/89.³⁴ Ressalta-se ser de grande importância a possibilidade de a CVM atuar como substituto processual na defesa dos

interesses dos acionistas minoritários em caso de necessidade de lutas travadas nas esferas judiciais. Mas trata-se de norma adjetiva que complementa o direito material. É preciso, pois, que seja elaborado um verdadeiro código de proteção ao investidor para que a ação possa ser utilizada com base em texto legal material.

96. É preciso lembrar que, somente a partir de 1990 e, em particular, nos últimos dez anos, o Brasil saiu de uma economia em grande parte dominada pelo capitalismo de Estado para uma economia de mercado, sem modificar todavia a sua legislação. Na realidade, a única alteração foi no sentido de facilitar a transição, sem todavia oferecer soluções para a nova fase que o país atravessa. Basta verificar que, em 1990, mais da metade e talvez dois terços das maiores empresas brasileiras eram estatais, enquanto, atualmente, esta proporção caiu substancialmente em virtude das privatizações nas áreas de telecomunicações, energia e outras, devendo ficar ainda mais reduzida com a venda de empresas prevista para este ano e o próximo.

97. Assim, o mercado de capitais passou a ter maior importância, tanto mais que, simultaneamente, a luta contra a inflação fez com que, na medida do possível, o Governo substituísse uma política de endividamento pela participação acionária, fazendo, inclusive, com que o capital estrangeiro entrasse no país, na maioria das vezes, sob a forma de investimento direto ou de aplicação em ações, em vez de empréstimos feitos a bancos ou empresas brasileiros.

98. A importância da legislação societária e do mercado de capitais cresceu também em virtude da globalização e da maior competitividade internacional dela decorrente. Realizou-se, outrossim, a partir de 1990, a abertura da economia brasileira, para sair de uma espécie de mercado cativo, decorrente da política de substituição das importações, que teve sua grandeza mas ficou obsoleta e ultrapassada.

99. Na atual conjuntura, a reforma da legislação societária com a finalidade de democratizar a sociedade anônima e proteger adequadamente os acionistas minoritários, tem importantes repercussões políticas, econômicas e sociais, não se limitando, pois, a constituir um simples aprimoramento técnico aconselhado pela dogmática jurídica.

100. Efetivamente, no plano político, o Brasil sofre uma ameaça de desnacionalização de sua economia, com a transferência do comando de algumas das suas principais empresas para fora do país. É situação que decorre em grande parte, da falta de capitais no país e já se disse que o Brasil pretendeu ser um país capitalista sem ter capital. Essa situação é que, aliás, justificou a maior proporção de ações preferenciais que o direito brasileiro admitiu diante da conjuntura nacional. Acresce que os fundos de pensão, em grande parte,

ainda sofrem influências políticas nas suas aplicações e na sua política empresarial e nem todos alcançaram a sua plena maturidade e a independência que deveriam ter. Há, assim, poucos investidores nacionais de grande porte que possam enfrentar e partilhar de modo equilibrado o comando das grandes empresas brasileiras com o capital estrangeiro.

101. Ora, a democratização das sociedades anônimas e uma política governamental de defesa dos pequenos acionistas poderia validamente transferir um importante percentual das poupanças que se encontram hoje nas cadernetas de poupança e no FGTS para o mercado acionário, ensejando assim a criação de uma verdadeira sociedade democrática não só no plano político mas também na área econômica.

102. Cabe lembrar que a capitalização em bolsa existente no Brasil, que tem variado muito com a volatilidade do mercado, não tem ultrapassado 20% do PIB, enquanto, no exterior, atinge 80%, como acontece nos Estados Unidos, e se iguala ao mesmo, como é o caso do Japão. Acresce que nem mesmo 5% dos brasileiros possuem ações de empresa, enquanto um número muito maior tem as suas cadernetas de poupança enquanto, nos Estados Unidos, cerca da metade das famílias possuem ações de empresas. Há, pois, uma evolução relevante que pode ocorrer com certa rapidez e fortalecer a empresa brasileira, evitando a desnacionalização da nossa economia, ou permitindo parcerias adequadas entre grupos nacionais e estrangeiros, sem que o comando empresarial obedeça exclusivamente a interesses estrangeiros, por mais respeitáveis que possam ser.

103. No plano econômico, a falta de capitais e o custo do dinheiro — que ainda está alto em relação aos padrões internacionais — está dificultando o desenvolvimento das empresas nacionais, que poderiam pagar um dividendo maior do que o atual, se não necessitassem de dinheiro emprestado. A fluência de novos e importantes recursos para as empresas permitiria, pois, maiores lucros, maiores salários reais, maiores dividendos e conseqüentemente maior consumo. Atender-se-ia, assim, à nova economia de escala decorrente da abertura e da globalização. Por outro lado, seria possível realizar, de modo menos doloroso, certas fusões ou determinadas reorganizações ou reestruturações empresariais exigidas pela conjuntura atual.

104. Haveria, pois, a possibilidade de transformar o círculo vicioso da recessão e do desemprego em círculo virtuoso, no qual, com juros menores, as empresas poderiam ganhar mais, distribuir mais e pagar melhor, além de investir mais adequadamente na educação e formação do pessoal, evitando, assim, o desemprego, além de melhorarem o seu balanço social.

105. Não há dúvida que há, em nosso país, como salientava recentemente o *brazilianist* Thomas Skidmore, uma tendência para distribuir os lucros exclusivamente para cima. Ora, para realizar a revolução econômica, que pretende modernizar o Brasil, os lucros devem ser repartidos adequada e eqüitativamente entre acionistas controladores, minoritários e preferencialistas, fazendo da sociedade anônima uma verdadeira parceria, com plena transparência.

106. No seu aspecto social, a democratização da sociedade anônima, com a implantação do sistema de *stock option* e a participação acionária dos empregados, pode ser uma solução que tem dado certo em outros países. Constituiu a chamada “revolução invisível” à qual aludia, em obra pioneira, Peter Drucker e que se realizou com sucesso nos Estados Unidos.³⁵

107. Infelizmente, nas privatizações, a reserva de ações para os empregados nem sempre alcançou todas as suas finalidades pois, em muitos casos, prometeram vender ou alienaram quase de imediato as suas ações. Há, todavia, alguns exemplos de manutenção das ações pelos empregados que merecem ser seguidos, criando uma nova mentalidade e um espírito de maior cooperação entre eles, os executivos e os acionistas. Substituiu-se assim a superada tese marxista da luta de classes pela colaboração e parceria dos diversos integrantes da empresa. Acresce ressaltar que, também por motivos econômico-financeiros, cabe incentivar, sob as mais diversas formas, a participação acionária de executivos e assalariados, o que decorre da própria conjuntura na qual as empresas devem reduzir os seus custos fixos substituindo parte dos mesmos pela participação nos lucros, que há de ser incentivada.

108. De qualquer modo, o significado da reforma que a nossa legislação societária está sofrendo tem um caráter revolucionário e construtivo. Revolucionário porque, como lembrava Ortega e Gasset, as revoluções se fazem contra os usos e não contra os abusos. Construtivo porque nos faz sair do coronelismo econômico, como saímos do coronelismo político. Já é aliás, tempo de superar, na sociedade anônima brasileira, a tradição dos “donos do poder” aos quais se referia Raymundo Faoro.³⁶

109. No Brasil politicamente democrático, que instituiu e mantém o Estado de Direito, e que garantiu a *grosso modo* a estabilidade monetária, tendo vencido a batalha contra a inflação, cabe agora democratizar a sociedade anônima, transformando-a numa verdadeira parceria transparente entre acionistas controladores, minoritários e preferencialistas. E, no futuro, poderemos incluir na parceria os empregados, os fornecedores e os clientes, transformando, assim, uma sociedade dominada pelos conflitos de interesses entre os diversos parceiros, na sociedade de confiança que pretende ser a do século XXI³⁷ na qual conseguirmos conciliar o capitalismo econômico e a democracia política, a eficiência econômica e os valores sociais, jurídicos e éticos.

NOTAS

1. Nicholas Murray Butler, citado por Walter Lippmann, *A cidade livre*, 1938, p. 32. Consulte-se ainda Georges Ripert, *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*, tradução brasileira, Livraria Editora Freitas Bastos, 1947, o capítulo II intitulado “A era das sociedades por ações”, p. 59 e seg.
2. Adolf Berle, *Capital américain et la conscience du roi*, tradução francesa, Paris, A. Colin, 1957, e do mesmo autor *Poder sin propiedad: una nueva evolución en la economía política americana*, tradução em espanhol, Buenos Aires, Tipografia Ed. Argentina, 1961.
3. Peter Drücker, *A revolução invisível*, tradução brasileira, São Paulo, Livraria Pioneira Editora, 1977.
4. Erik Izraelewicz, *Le capitalisme zinzin*, Paris, Grasset, 1999.
5. Philippe Manière, *Marx à la Corbeille, (Quand les actionnaires font la Révolution)*, Paris, Éditions Stock, 1999.
6. Frédéric Parrat, *Le gouvernement d'entreprise*, Paris, Maxima (editor), 1999; Alice Pézard, *Corporate governance*, Paris, Montchrestien, 1997, Hélène Ploix, *Gouvernement d'entreprise, corporate governance*, Paris, Montchrestien, 1997, Gérard Charreaux, *Le gouvernement des entreprises*, Gérard Charreaux ed. Paris, Economica, 1997, Alberto Predieri, *Controlli societari e Governo dell'impresa*, Torino, G. Giapichelli Editore, 1999; *Corporate Governance*, publicação da Harvard Business Review, 6ª ed., Boston, Harvard Business School Press, 2000.
7. A capa da revista francesa “Le Point” aludiu, no início do ano, à morte do “patrão do direito divino”.
8. A expressão é de Adolf Berle.
9. Arnoldo Wald, *Quelques considérations sur la responsabilité civile des administrateurs de sociétés en droit brésilien et en droit comparé*, in *Revue de Droit International et de Droit Comparé* (belga), n°s 3-4, 1955, p. 30.
10. André Tunc, *La responsabilité civile des organes des sociétés in Travaux de l'Association Henri Capitant*, tomo XV, Paris, Librairie Dalloz, 1967, p. 26 e seguintes e especialmente p. 43. Quanto ao direito brasileiro, constam na mencionada obra relatórios de Otto Gil, Arnoldo Wald, Norões e Souza e Herculano Borges da Fonseca.
11. A Medida Provisória nº 26, de 15.1.1989, autorizou a privatização de empresas estatais e determinou outras providências não se tendo, todavia, convertido em texto legal.
12. Ministério da Fazenda, *Modernização e Ajustamento: Biênio 88/89*, Documento apresentado pelo Ministro Mailson da Nobrega em 16.5.1988, especialmente págs. 3, 4, 5, 6 e 7.
13. Arnoldo Wald, *Leilão da conversão, uma verdadeira revolução econômica*, in *Gazeta Mercantil* de 4.4.1988 e *Dez anos de capital estrangeiro no Mercado de Capitais*, in *Revista da CVM* nº 27, ps. 39-41.

14. Entre outros casos, podem ser citados os da CPFL, do Banco Real, do Banco do Noroeste etc...

15. Trechos do relatório apresentado pelo Deputado Emerson Kapaz ao Projeto de Lei nº 3.115, de 1997.

16. Arnoldo Wald, *Em defesa das ações preferenciais*, in *Revista de Direito Mercantil*, nº 78, p.19-23.

17. Redação proposta no PL 3.115/97:

“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;

III — na acumulação das vantagens de que tratam as alíneas anteriores.

§ 1º. Somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários as ações preferenciais com pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:

a) 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 forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

1. prioridade no recebimento de dividendos acima mencionados correspondentes a, no mínimo, 3%(três por cento)do valor do patrimônio líquida da ação; e

2. direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item I acima; ou

b) direito a receber prioritariamente o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, garantindo-se, neste caso, dividendo, no mínimo, igual as das ações ordinárias; ou

c) pagamento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária.

§ 2º. Aos titulares de ações preferenciais com o direito previsto na alínea “b” do § 1º será atribuído o direito de alienar a sua respectiva participação acionária nos termos do art. 254-A, por preço, por ação preferencial, correspondente a, no mínimo, 80%(oitenta por cento) do valor pago por ação integrante do bloco de controle.

§ 3º. Deverão constar do estatuto, com precisão e minúcia, outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas aos outros acionistas sem direito a voto, ou com voto restrito, além das previstas neste artigo.

§ 4º. Os dividendos, ainda que fixos ou cumulativos, não poderão ser distribuídos em prejuízo do capital social, salvo quando, em caso de liquidação da companhia, essa vantagem tiver sido expressamente assegurada..

§ 5º. Salvo disposição em contrário no estatuto, o dividendo prioritário não é cumulativo, a ação com dividendo fixo não participa dos lucros remanescentes e a ação com dividendo mínimo participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ou mínimo.

§ 6º. Salvo no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto não pode excluir ou restringir o direito de ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros(art. 169).

§ 7º. O estatuto pode conferir às ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo, o direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital de que trata o §1º do artigo 182.

§8º. Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir poder de veto às deliberações da Assembléia Geral nas matérias que especificar.

18 Art. 111

§1º. As ações preferenciais sem direito a voto, ou com voto restrito, adquirirão o exercício desse direito se a companhia deixar de pagar, total ou parcialmente, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, os dividendos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.(....)

§4º. No caso de ações com direito ao dividendo previsto na letra "a" do §1º do art. 17, o direito de voto só será adquirido se a companhia deixar de distribuir dividendos correspondentes a pelo menos 25% do lucro líquido do exercício ajustado na forma do art. 202.

19. Disposições referentes ao art. 4º, propostas pelo PL 3.115/97 na sua redação atual:

"§ 4º. O registro para negociação de ações no mercado somente será cancelado se a companhia emissora das ações, o acionista controlador ou a sociedade que a controle, direta ou indiretamente, formular oferta pública para adquirir a totalidade das ações em circulação no mercado por preço ao menos igual ao valor econômico da companhia, determinado com observância do disposto no artigo 45, dividido pelo número total das ações emitidas pela companhia menos aquelas em tesouraria.

§ 5º. Terminado o prazo da oferta pública fixado na regulamentação expedida pela Comissão de Valores Mobiliários, se remanescerem em circulação menos de 5% do total das ações emitidas pela companhia, a Assembléia Geral poderá deliberar o resgate dessas ações pelo valor da oferta de que trata o parágrafo anterior, desde que deposite em estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, à disposição dos seus titulares, o valor de resgate.

§ 6º. O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta e 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 determinado nos termos do parágrafo anterior, para aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado."

20. A matéria foi objeto de artigo publicado de nossa autoria em colaboração com Luiza Rangel de Moraes na Revista de Direito Bancário no nº 6, p. 66.

21. "Art. 254-A. A alienação do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutive, 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 tratamento igualitário ao do acionista controlador.

§ 1º. A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 2º. Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

§ 3º. Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º. As companhias poderão conceder aos seus acionistas sem direito a voto o direito previsto neste artigo em igualdade ou não com as ações com direito a voto, devendo regular no estatuto com precisão e minúcia as condições do exercício deste direito. A modificação do estatuto neste caso obedecerá o disposto no § 1º do art. 136.

22. A matéria tinha sido objeto de discussão no passado, ensejando divergências jurisprudenciais. A respeito consulte-se Arnoldo Wald, *A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado*, in Revista Forense, vol. 282, p. 454.

23. Redação dada ao § 2º do art. 17 da Lei nº 6.385/76, pelo Projeto de Reforma da Lei das Sociedades. Neste caso, está também garantido aos titulares destas ações preferenciais dividendo, no mínimo, igual ao das ações ordinárias.

24. Arnoldo Wald, *O direito de recesso*, in Revista de Direito Bancário, nº 9. No mesmo sentido, Saulo Ramos em parecer publicado na mesma Revista vol. RAMOS, Saulo J. Descabimento do direito de recesso. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, a. 2, n. 5, p. 239-258, maio/ago. 1999.

25. Proposta do PL 3.115/97:

"Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do artigo 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

II — nos casos dos incisos IV e V não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:

a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiver menos da metade da espécie ou classe de ação.

III — no caso do inciso IX, somente haverá direito de retirada se da cisão implicar em:

a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para a sociedade cuja atividade preponderante do objeto social da sociedade cindida;

b) redução do dividendo obrigatório; ou

c) participação em grupo de sociedades.

IV — o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30(trinta dias) contados da publicação da ata da assembléia geral;

V — o prazo para o dissidente de deliberação de assembléia especial (art. 136, §1º) será contado da publicação respectiva ata;

VI — o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no §3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembléia geral.”

26. Alfredo Lamy Filho, *A empresa, os minoritários e o mercado de capitais*, in Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem nº 9.

27. Arnoldo Wald, *Sociedade: do Regime Legal do Conselho de Administração e da Liberdade de Voto de seus Componentes* in Revista dos Tribunais, 630/9.

28. João Laudo de Camargo, *Conselho de Administração nas Sociedades Anônimas*, nesta Revista, nº 1, p. 167.

29. Não pode ser ora o Presidente, ora o Diretor responsável, ora a Assessoria de Imprensa.

30. Luiza Rangel de Moraes, *De Análise e Interpretação da Instrução nº 319/99*, in Revista de Direito Bancário, nº 7, p. 53.

31. Arnoldo Wald, *Da Constitucionalidade da Lei nº 9.307/96*, Revista de Direito Bancário, nº 7, p. 323.

32. O texto do anteprojeto já consta da Internet.

33. Em relação à representação no conselho fiscal, a CVM, em seu Parecer de Orientação 077/83, manifestou-se no seguinte sentido: a atribuição legal de se fazer representar no conselho fiscal estende-se àqueles aos quais não é permitido qualquer tipo de ingerência direta na gestão dos negócios, ou seja, aos acionistas minoritários e aos preferencialistas.

34. Hely Lopes Meirelles, *Mandado de Segurança, Ação Popular, Ação Civil Pública, Mandado de Injunção, Habeas Data*, atualizado por Arnoldo Wald, 21ª ed., São Paulo, Malheiros, 1999, p. 171.

35. Obra citada, na nota 3 do presente trabalho.

36. Raymundo Faoro, *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*, 2ª ed. rev. e aumentada, Porto Alegre, Globo, São Paulo, Universidade de São Paulo, 1975, 2 v.

37. Francis Fukuyama, “Trust” e, do mesmo autor, “A grande ruptura”.