

*Calixto Salomão Filho*

***O NOVO DIREITO  
SOCIETÁRIO***

*3ª edição,  
revista e ampliada*

 **MALHEIROS  
EDITORES**

LEVY E SALOMÃO - ADVOGADOS  
SÃO PAULO

sociedade quando for mais conveniente para todos os interessados que isso ocorra. É o caso do exemplo dos grupos de sociedades, onde o estabelecimento de uma regra de compensação para os minoritários alija da discussão do interesse social, mas torna a sociedade mais eficiente (sempre entendido no sentido de menores custos de transação) para todos os envolvidos e pode acabar proporcionando mais vantagens para os próprios minoritários – vantagens essas que, como a experiência brasileira demonstra, não têm sido obtidas pela aplicação da regra de conflito de interesses.

Quando os interesses externos são, realmente, incompatíveis com os internos, não sendo possível resolver o problema através da solução organizativa ou da regra de conflito, os interesses externos à sociedade são incentivados não através da aplicação de instrumentos jurídicos organizativos, como o direito societário, mas sim externos à sociedade. É o caso da aplicação do direito antitruste em plena sintonia com o direito societário. A teoria organizativa indica no sentido de uma aplicação mais acurada do direito antitruste. Ao olhar através da sociedade e vê-la nada mais nada menos que como um feixe de contratos, revelam-se várias coisas: (i) em primeiro lugar, que formas societárias de controle externo podem ser tão geradoras de concentrações empresárias quanto o controle interno; (ii) em segundo lugar, releva o oposto, ou seja, que muitas vezes a existência de poderes internos – direito de voto etc. – não demonstra a existência de controle da empresa ou de uma efetiva comunidade de interesses com esta, mas é apenas uma forma de impedir que interesses externos (de fornecedores, clientes ou financiadores) sejam prejudicados. É, portanto, uma forma econômica potencialmente muito mais danosa que as concentrações, pois não propicia, via de regra, eficiências.

Isso demonstra um ponto fundamental. A teoria organizativa, quando bem aplicada, não é um retorno ao individualismo dos contratualistas, mas sim um passo avante em relação ao institucionalismo na defesa do interesse público. Possibilita a proteção dos interesses e a solução interna de conflitos, que podem ser bem atingidos por regras organizativas internas, e a externalização daqueles que não podem, acompanhada então de uma correta mediação legislativa do conflito (como ocorre no direito ambiental, direito antitruste – onde é bastante pueril, ao menos por enquanto, imaginar uma possível solução interna para os conflitos de interesse). Ela dá, portanto, por assim dizer, a um só tempo, mais sinceridade e mais utilidade ao direito societário. Particularmente no direito brasileiro sugere um caminho para a efetiva aplicação do artigo 116 da lei societária e de seus princípios institucionalistas.

### Capítulo III

## DIREITO SOCIETÁRIO E NOVO MERCADO

*1. Introdução: regras societárias e mercado de capitais. 2. Problemas estruturais básicos do sistema societário brasileiro: 2.1 Conceito de sociedade – A cooperação como elemento central; 2.2 Minoritário externo. 3. Tentativa de solução contratual: o Novo Mercado.*

### 1. Introdução: regras societárias e mercado de capitais

Os países em desenvolvimento em geral e os da América Latina em particular padecem de um grave problema em seus sistemas econômicos. A importação de modelos.

No campo societário essa importação leva a um sério problema de identidade. Realidades econômicas díspares não podem ter as mesmas estruturas empresariais. Caso se pretenda aproximar as realidades econômicas, então com mais razão ainda é preciso dar conformações estruturais distintas ao meio empresarial para que este se possa organizar.

Assim, não é possível transportar para o Brasil a estrutura societária anglo-saxã, onde a importância do mercado de capitais e a diluição do poder societário funcionam como um elemento organizador natural para as sociedades, garantindo a autonomia dos administradores e promovendo a cooperação entre sócios.

Ao Brasil, e aos países da América Latina em geral, que procuram ainda estruturar suas regras de mercado de capitais, essa lógica evidentemente não se aplica.<sup>1</sup> O impulso tem de vir das regras societárias.

1. Inexiste mercado de capitais em funcionamento e os níveis de concentração acionária impedem de maneira absoluta o controle dos procedimentos societários através de mecanismos de mercado.

Tanto é verdade que as duas iniciativas direcionadas a reformular o mercado de capitais brasileiro, *i.e.*, a mudança da lei societária, nos termos da Lei 10.303, de 31.10.2001, e a criação do chamado Novo Mercado, procuram dar novo impulso ao mercado de capitais através de mudanças nas regras societárias.

As raízes desse gravíssimo problema de fundo do direito societário brasileiro estão portanto na profunda inadequação das regras societárias brasileiras (latino-americanas em geral) à realidade econômica desses países. A uma realidade empresarial absolutamente concentrada contrapõe-se um direito societário que procura estruturar-se a partir de regras de informação completa dos acionistas. Busca-se então uma solução de mercado para uma situação onde obviamente o mercado não é um elemento suficiente para a organização das relações societárias (pois sendo concentrada a realidade econômica, este é necessariamente imperfeito).

Essa afirmação pode ser comprovada na própria história do direito societário brasileiro.

A compreensão dos pressupostos econômicos que estão à base da sistemática brasileira é condição necessária para sua análise. Eles podem ser encontrados na política de desenvolvimento implantada no Brasil, sobretudo nos anos 70, mas cuja filosofia jurídico-política se faz sentir já na segunda metade dos anos 60. Trata-se de um desenvolvimento claramente orientado no sentido do fortalecimento da grande empresa nacional. Essa política de desenvolvimento encontra sua expressão econômica máxima no II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND). Nesse documento, faz-se referência clara à necessidade de formação de conglomerados nacionais para fazer frente à concorrência internacional. Sustenta-se não ser aplicável à realidade econômica brasileira a filosofia antitruste americana, afirmando-se que no Brasil a tendência tem sido sempre a excessiva proliferação de empresas incapazes de competir com as empresas estrangeiras por causa da insuficiência de escala (produção em grande quantidade), que permitiria diminuir o custo unitário.<sup>2</sup> Não causa espanto, portanto, que no mesmo plano

2. São muito eloquentes as observações feitas no tópico *Fusões e conglomerados*:

“A avaliação dos riscos resultantes de uma política de estímulos à emergência de estruturas fortes e dinâmicas, através de fusões, incorporações e conglomerados, deve considerar os seus efeitos quanto à grande concorrência no mercado e quanto à distribuição de renda.

“Antes de tudo, releve salientar que, nas estruturas de mercado, a tendência, no Brasil - na indústria, no comércio, no sistema financeiro -, foi sempre o inverso

atribua-se à pequena e média empresa caráter meramente secundário e residual. O plano não propõe seu incentivo, admitindo sua existência apenas naqueles setores em que possa conviver com a grande empresa.<sup>3</sup>

Esses princípios encontram sua expressão jurídica máxima na lei societária brasileira de 1976.

A concentração de poderes nas mãos dos acionistas (e, conseqüentemente, nas do acionista controlador, que para fazer valer suas decisões não precisa sequer superar os obstáculos, ainda que meramente formais e procedimentais, consistentes em divisões de competência com a administração) não é acompanhada por uma proteção efetiva dos demais sócios e dos demais interesses envolvidos pela sociedade.

## 2. *Problemas estruturais básicos do sistema societário brasileiro*

Essa inadaptação da lei societária à realidade econômica decorre também de vários outros problemas específicos. Para os fins do presente trabalho escolheremos dois, por seu valor ilustrativo do que foi dito no item anterior.

### 2.1 *Conceito de sociedade – A cooperação como elemento central*

A polêmica a respeito do conceito de sociedade é antiga e mal resolvida. Por trás da acalorada discussão finalista entre contratualismo e institucionalismo repousa uma pergunta não respondida – porque não estudada. Qual o elemento agregador ou qual a razão de ser das sociedades?

É interessante notar que a acalorada discussão entre contratualistas e institucionalistas jamais se transportou para o conceito de sociedade. No fundo, o conceito de sociedade sempre permaneceu um con-

daquela que prevaleceu, neste século, por exemplo, nos Estados Unidos e que determinou toda legislação antitruste.

“Em nosso país sempre se tendeu à excessiva proliferação de empresas, desprovidas de poder de competição, pela insuficiência de escala. Mais ainda, como revelam estudos do IPEA e de outros órgãos, em grande número de ramos industriais, o que se via era a presença de uma ou poucas empresas estrangeiras, com escala satisfatória, ao lado de uma multiplicidade de empresas nacionais, pequenas e fracas”, *cit.*, in M. Carvalhosa, *A nova Lei das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Rio de Janeiro, Paz e Terra, 1977, p. 146.

3. Cf. M. Carvalhosa, *A nova Lei das Sociedades Anônimas*, *loc. ult. cit.*

ceito associativo individualista, onde a comunhão de objetivos serve meramente para permitir explicar a natureza jurídica do contrato de sociedade e aproximar-se de uma noção concreta de contrato social ou estatuto.

Essa característica demonstra-se particularmente grave para as sociedades no Brasil, onde as sociedades e os sócios não são incentivados àquilo que (e pretendo tentar demonstrar mais adiante) parece ser o caráter co-natural de qualquer sociedade – de pessoas ou capitais – a cooperação.

O caráter associativo de todo contrato de sociedade, tão bem destacado pela doutrina,<sup>4</sup> revela-se exatamente através da comunhão de interesses entre os sócios. É esse objetivo comum que os leva e deve levar à cooperação.

Note-se que esse princípio é aplicável tanto a sociedades de pessoas como de capitais. Não é a existência ou não de cooperação entre os sócios que diferencia ambos os tipos societários, mas sim a relevância da identidade dos sócios e o tipo de relação (pessoal ou não) que entre eles se estabelece.

Tanto a cooperação é necessária que, ao bem analisar a prática societária brasileira, na verdade podem-se observar dois tipos de sociedade: sociedades na prática unipessoais (ao menos em relação ao voto), onde reina a vontade do controlador e os interesses dos minoritários são meramente patrimoniais, ou sociedades onde se cria um instrumento extra-societário para alcançar a cooperação. Esse instrumento tem sido normalmente o acordo de acionistas.

Através dele cria-se um relacionamento pessoal e cooperativo entre os participantes do acordo. Sua larga difusão demonstra, de resto, a incapacidade dos tipos societários de garantir um clima cooperativo entre os sócios.

A conclusão é, portanto, que ou a cooperação é introduzida por via contratual (acordo de acionistas) ou não é possível constituir qualquer relação duradoura entre os sócios, comportando-se a sociedade

4. O conceito adquire maior sentido quando bem compreendida a função da coordenação de bens e ações para a constituição de um complexo unitário direcionado ao desenvolvimento de uma atividade (ou realização de um empreendimento) com vistas a uma finalidade ulterior concebida pelos seus associados. Diferentemente dos contratos de permuta ou escambo, o contrato associativo revela a intenção comum dos seus participantes a um escopo em si e por si considerado. Para maior aprofundamento, v. P. Ferro-Luzzi, *I contratti associativi*, Milano, Giuffrè, 1976, pp. 93 e ss. e 109 e ss.

como uma sociedade unipessoal de fato. Resulta clara então a importância da cooperação como elemento central da organização societária.

## 2.2 Minoritário externo

A manifestação exterior mais importante (e mais deletéria) da falta de aplicação do princípio cooperativo no direito societário está na forma de relacionamento promovida pela lei de sociedades anônimas entre majoritário e minoritário.

Os direitos dos minoritários podem ser agrupados na lei brasileira em dois grandes grupos. De um lado, os direitos de informação,<sup>5</sup> de outro, aqueles que se podem chamar de direitos patrimoniais de saída. São estes últimos especiais garantias patrimoniais dadas aos acionistas no momento da saída, assumindo várias formas – direito de recesso

5. Dentre os mais importantes previstos na lei acionária brasileira, podemos citar os dispositivos referentes a: a) livros sociais: o acesso aos dados constantes nos livros sociais (art. 100, § 1º); b) acionistas: o acompanhamento da gestão dos negócios sociais, sob a forma de fiscalização (art. 109, inc. III); c) o acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia (art. 116-A); d) acordo de acionistas: representante dos acionistas vinculados ao acordo, sempre que solicitado, deverá prestar informações à companhia, que poderá ainda solicitar aos membros do acordo esclarecimento sobre suas cláusulas (art. 118, §§ 10 e 11); e) documentos da administração: acesso aos documentos da administração referentes ao último exercício social (art. 133); f) deveres dos administradores: solicitação de informações aos administradores (art. 157); g) conselho fiscal: solicitação de informações aos membros do Conselho Fiscal (art. 164); h) deveres do liquidante: receber do liquidante, em Assembléia Geral, relatório dos atos e operações da liquidação da companhia e suas contas finais (art. 210, VIII), bem como prestação de contas periódica dos atos e operações praticados, relatório e balanço do estado da liquidação (art. 213), e ainda prestação final das contas (art. 216); i) incorporação, fusão e cisão: apresentação, pelos órgãos da administração, de protocolo que esclarece as condições da incorporação, fusão ou cisão com incorporação da companhia (art. 224), bem como a justificativa da operação (art. 225); j) sociedades coligadas, controladoras e controladas: informações prestadas no relatório da administração sobre investimentos em sociedades coligadas e controladas e modificações ocorridas no exercício (art. 243), e em demonstrações financeiras, notas explicativas dos investimentos relevantes (art. 247); l) alienação de controle: convocação da assembléia geral da compradora para conhecimento de compra, pela companhia, do controle de qualquer companhia mercantil (art. 256), publicação do instrumento de compra na aquisição de controle mediante oferta pública (arts. 257 e 258); m) apresentação de justificativa à assembléia geral da incorporada na incorporação, pela controladora, de companhia controlada (art. 264).

amplo, garantias no fechamento de capital e até mesmo extensão da oferta feita ao controlador na aquisição do controle.<sup>6</sup>

Sobre essas duas bases fundamentais têm se desenvolvido todas as reformas societárias brasileiras desde 1976, e é sobre essas bases que se moveu a última mudança societária implementada pela Lei 10.303, de 31.10.2001.<sup>7</sup>

As conseqüências desse tipo de tendência são óbvias: o incentivo ao minoritário é no máximo um incentivo de liquidez no momento que quiser se desfazer do investimento. Não há qualquer garantia de solidez do investimento durante sua permanência.

Essas características societárias transportam-se à perfeição para o nosso mercado de capitais. Nesses 30 anos de vigência da lei societária foi e tem sido impossível atrair poupança popular para as Bolsas brasileiras. O mercado de capitais brasileiro viveu, nos últimos anos, de investimentos especulativos específicos e de investidores dispostos a entrar e sair rapidamente das empresas – o contrário, portanto, dos países que conseguiram organizar seus mercados de capitais.

6. Os dispositivos que garantiam o tratamento igualitário aos acionistas minoritários na alienação de controle da companhia, prevendo a oferta pública simultânea para a aquisição de suas ações (art. 254 e §§ do art. 255) foram revogados em 1997 com o objetivo de facilitar o programa de desestatização do governo federal. A lei acionária brasileira, modificada pela Lei 10.303, de 31.10.2001, prevê, em seu artigo 254-A, a volta do tratamento equitativo aos acionistas minoritários mediante a extensão da oferta feita ao controlador na aquisição do controle.

7. A lei prevê um substancial aumento das informações a serem prestadas pelo controlador e pelos administradores, nos artigos 116-A (“O acionista controlador da companhia aberta e os acionistas, ou grupo de acionistas, que elegerem membro do conselho de administração, na forma do art. 141, § 4º, ou membro do conselho fiscal, na forma do § 4º do art. 161, deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária 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”), 133 (aumento das informações prestadas pelos administradores aos acionistas, relativas aos documentos da administração apresentados em Assembleia Geral) e 157 § 6º (necessidade de declaração dos administradores dos valores mobiliários da companhia de que sejam titulares, de sociedades por ela controladas ou do mesmo grupo). Quanto às inovações trazidas no plano dos chamados direitos patrimoniais de saída, a Lei 10.303 alterou a redação do artigo 137 e ampliou as hipóteses de direito de resgate do acionista mediante o reembolso do valor de suas ações, e ainda previu a volta do tratamento equitativo na alienação do controle acionário da companhia (v. nota 6 *supra*).

Não é de se espantar, portanto, que se venham buscando iniciativas extralegis para reavivar nosso mercado de capitais. A mais importante e recente delas é a criação do chamado “Novo Mercado” da Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo).

### 3. *Tentativa de solução contratual: o Novo Mercado*

A conjunção desses problemas e sua contínua não resolução por sucessivas mudanças nas leis societárias motivaram a busca de soluções não institucionais. Em um movimento interessante, pois contrário a uma tendência histórica e natural, muito bem percebido pela doutrina,<sup>8</sup> a mudança foi de uma solução institucional para a contratual. O movimento em sentido inverso é clara demonstração da captura dos órgãos legislativos pelos grupos mais influentes e poderosos. Paralisadas as instâncias institucionais, sobra aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por via contratual.

É verdade que se trata de uma solução contratual dirigida pelo órgão regulamentar delegado (a Bolsa de Valores). Mas ainda assim a solução é contratual.<sup>9</sup>

A proposta do Novo Mercado repousa sobre três bases principais. Duas delas seguem a linha de tendência da lei societária e apenas a última apresenta princípios realmente inovadores.

A primeira base sem dúvida é a informação completa. Os requisitos de informação previstos no regulamento vão muito além dos previstos na lei societária.<sup>10</sup>

8. A referência aqui é o movimento de migração do contrato ao status identificado no famoso trabalho de P. Rescigno, “Situazione e status nell’esperienza contrattuale”, in *Rivista di Diritto Civile*, 1973, p. 222.

9. A BOVESPA não tem, de acordo com a Resolução CMN n. 2.690, de 28.1.2000, poder para regulamentar as sociedades anônimas. Assim, quanto a estas, as regras foram estabelecidas por Regulamento (Regulamento do Novo Mercado), ao qual se adere através de contrato.

10. O Regulamento de Listagem do Novo Mercado, em sua seção VI “informações periódicas e eventuais que devem ser prestadas”, obriga a companhia a: a) apresentar, após o término de cada trimestre e de cada exercício social, em suas demonstrações financeiras e consolidadas, demonstração dos fluxos de caixa (art. 6.1); b) elaborar, no idioma inglês, suas demonstrações financeiras de acordo com os padrões internacionais IFRS ou US GAAP, ou de acordo com a legislação brasileira, apresentando nota explicativa que demonstre a conciliação dos resultados do exercício e do patrimônio líquido segundo os critérios brasileiros e padrões inter-

A segunda viga de sustentação é o reforço das garantias patrimoniais dos minoritários no momento da saída da sociedade<sup>11</sup> – ainda aqui em linha com a evolução mencionada anteriormente.

É só na terceira linha de sustentação que se nota algo de original. Trata-se das chamadas proteções estruturais, por modificar a própria conformação interna das sociedades. Não são diretamente inspirados pelo princípio cooperativo, mas sem dúvida ajudam a persegui-lo ao enfraquecer ou permitir o enfraquecimento do poder do controlador.

São elas de duas ordens. Em primeiro lugar, a previsão da existência apenas de ações ordinárias<sup>12</sup> torna mais caro o controle único, pois obriga o controlador a despendar mais, caso queira manter o controle. Torna-se mais difícil, portanto, a sociedade de fato unipessoal.

nacionais, indicando as principais distinções entre os critérios contábeis aplicados (art. 6.2); c) elaborar informações trimestrais em inglês ou de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP (art. 6.3); c) realizar reuniões públicas com analistas e interessados para divulgação de informações quanto à sua situação econômico-financeira, projetos e perspectivas (art. 6.6); d) divulgação de calendário anual de eventos corporativos (art. 6.7); e) divulgação de informações de todo e qualquer contrato celebrado entre a companhia e suas controladas e coligadas, seus administradores, seu acionista controlador, e, ainda, entre a companhia e sociedades controladas e coligadas dos administradores e do acionista controlador, sendo esta norma válida para grupos de fato ou de direito (art. 6.8).

11. A saída da sociedade do Novo Mercado implica à retirante as seguintes obrigações: a) aprovação da saída em assembleia geral por acionistas representando no mínimo mais da metade do capital social da companhia e comunicação à Bovespa por escrito com antecedência mínima de 30 dias (art. 11.1); b) o acionista controlador deverá concretizar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da companhia, pelo respectivo valor econômico (art. 11.2); c) caso a saída tenha como causa reorganização societária da companhia, na qual a companhia resultante dessa reorganização não seja admitida para negociação no Novo Mercado, o acionista controlador deverá concretizar oferta pública de aquisição de ações pertencentes aos demais acionistas da companhia pelo seu respectivo valor econômico (art. 11.4); d) a alienação de controle da companhia ocorrida nos 12 meses subsequentes à saída do Novo Mercado obriga o acionista controlador alienante e o comprador, conjunta e solidariamente, a oferecer aos demais acionistas a aquisição de suas ações pelo preço e nas condições obtidas pelo acionista controlador alienante na alienação de suas próprias ações, devidamente atualizado (art. 11.6).

12. O Regulamento prevê, em sua Seção III, art. 3.1, “autorização para negociação no Novo Mercado” que a companhia “tenha seu capital dividido exclusivamente em ações ordinárias”. É feita exceção aos casos de desestatização, em se tratando de “ações preferenciais de classe especial que tenham por fim garantir direitos públicos diferenciados, sejam intransferíveis e de propriedade exclusiva do ente desestatizante, devendo referidos direitos ter sido objeto de análise prévia pela Bovespa” (art. 3.1, VI).

A segunda mudança estrutural está na previsão de resolução de todos os conflitos oriundos do Novo Mercado por arbitragem.<sup>13</sup> Aqui, a idéia é que através da especialidade das cortes arbitrais pode ser possível entrar no mérito de decisões assembleares (o que não tem sido feito até agora pelo Judiciário) e assim fazendo dar nova e efetiva interpretação, por exemplo, aos dispositivos sobre conflito de interesses. Evidentemente, eliminando o conflito,<sup>14</sup> resulta muito mais fácil a persecução do princípio cooperativo.

Evidentemente, esses dois elementos não são suficientes para garantir a aplicação de um princípio cooperativo nas sociedades anônimas brasileiras. São, no entanto, um passo importante nesse sentido.

13. Segundo o disposto na seção XIII do Regulamento, “A Bovespa, a companhia, o acionista controlador, os administradores e os membros do conselho fiscal da companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste regulamento de listagem, do contrato de participação no novo mercado, das cláusulas compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a câmara de arbitragem, nos termos do seu regulamento de arbitragem” (art. 13.1).

14. Pode-se dizer sem medo de errar que a prática constante e institucionalizada de atos em conflito de interesses por parte do controlador é um dos maiores elementos desnecessários para a entrada e permanência de minoritários nas companhias abertas brasileiras.