

[**CAPÍTULO II**]

FATORES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

II.A. SISTEMAS DE CAPITAL CONCENTRADO E DISPERSO: DIVERGÊNCIA E CONVERGÊNCIA

Depois da Segunda Guerra Mundial, a economia, as práticas empresariais e o padrão de vida dos Estados Unidos, da Europa Ocidental e do Japão tornaram-se semelhantes. Era de se esperar, portanto, que as leis societárias desses países convergissem para um modelo dominante. Com o advento da globalização, que ampliou o teatro das atividades econômicas para a dimensão mundial, o resultado natural seria a intensificação do movimento de convergência, de tal sorte que a integração entre os sistemas societários dos diversos países, mais do que um resultado justificadamente esperado, constituiria um imperativo da realidade econômica.

Hoje, o direito societário dos diversos países possui elementos comuns, respondendo a problemas econômicos também comuns. Trata-se de características jurídicas básicas, que respondem às exigências econômicas das grandes organizações empresariais. São elas: personalidade jurídica, responsabilidade limitada, livre circulação das ações, administração por meio da investidura em órgãos com competências definidas e propriedade das ações por investidores.

Essas características, que definem a estrutura básica das grandes organizações empresariais em todo mundo, podem variar nos diversos países, mas as questões econômicas que delas derivam são fundamentalmente as mesmas, o que acarreta um importante grau de integração entre os modelos societários¹.

Não obstante essa integração, a análise dos regimes societários no século XX permite identificar a polarização entre dois grandes sistemas²:

(i) sistema de capital disperso (ou *market oriented system*), caracterizado pela presença de um mercado de capitais forte, exigência de transparência nas informações, monitoramento dos administradores e papel disciplinador de um mercado ativo de disputa pelo poder de controle (dominante nos Estados Unidos e no Reino Unido); e (ii) sistema de capital concentrado (denominado, em uma de suas variantes, de *bank oriented system*³), caracterizado pela presença de um acionista controlador (indivíduo, família ou grupo de empresas), ausência de mercado de capitais forte e timidez do mercado de controle acionário como

-
- 1 A referência obrigatória é KRAAKMAN, Renier, et al. (Eds.). *The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach*. 2. ed. New York: Oxford University Press, 2009, que apresenta, com impressionante acuidade, os pontos comuns, os equivalentes funcionais e as diferenças entre os modelos societários, especialmente os dos Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, França, Itália e Japão.
 - 2 Como toda classificação, a definição desses dois sistemas corresponde a uma simplificação das inúmeras diferenças entre os modelos societários dos diversos países, mas que ostenta inegável utilidade para a compreensão dos problemas. O trabalho seminal de LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES e SHLEIFER (doravante, referidos como LLS) partiu dessa classificação para analisar comparativamente os sistemas societários, relacionando-os a significativas diferenças em relação à proteção legal dos acionistas minoritários (*Corporate ownership around the world*. *Journal of Finance*, n. 54, p. 471-518, 1999).
 - 3 É o caso do modelo da Alemanha e do Japão, países nos quais as instituições financeiras exerceram historicamente papel central no financiamento de longo prazo das empresas, possuindo posição de controle em muitas delas. É o equivalente funcional do papel exercido pelo mercado de capitais e pelo mercado de controle acionário no sistema de capital disperso.

instrumento moderador (dominante na maioria dos países da Europa Ocidental e no Japão).

É interessante notar que o pilar em que se assenta a diferença entre os dois sistemas é a estrutura da propriedade acionária. A dispersão ou a concentração da propriedade acionária é a principal matriz a determinar as diferenças entre os modelos de regulação societária.

Associado a esse aspecto está o desenvolvimento do mercado de capitais. Afinal, a dispersão acionária (num grau mínimo) é condição necessária (ainda que não suficiente) para o desenvolvimento de um mercado de ações líquido e ativo. Isso porque, sem um mercado secundário ativo, ou seja, sem a possibilidade de os investidores venderem com facilidade seus títulos, torna-se inviável o desenvolvimento do mercado primário. É intuitivo que os potenciais investidores em ações hesitariam em verter sua poupança para a aquisição de títulos de difícil negociação futura, cujos resultados, ademais, não dependem diretamente do seu trabalho e supervisão⁴.

Tendo em conta que a dispersão acionária é condição necessária para o desenvolvimento do mercado de capitais e que este é um mecanismo fundamental de financiamento de longo prazo às empresas, seria razoável concluir que estas evoluíram para o padrão da macroempresa de BERLE e MEANS⁵.

Ainda na década de 1930, BERLE e MEANS, analisando a realidade norte-americana, apontaram que as grandes companhias públicas caminhariam, no seu último estágio de maturidade, em virtude da dispersão acionária, para a separação da propriedade do capital e do controle. A dispersão do capital corresponderia, portanto, à última etapa de evolução da macroempresa⁶.

As literaturas econômica e jurídica dominantes, na esteira da análise de BERLE e MEANS, defendem a superioridade (maior eficiên-

4 Cf. EASTERBROOK, F. e FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 42-44.

5 A obra *The modern corporation and private property...*, cit., é de 1932.

6 Essa foi a visão adotada, por ocasião da elaboração do anteprojeto da Lei das S.A., por LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA (*Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 194-195).

cia) do sistema de capital disperso, baseado em um mercado de capitais forte e ativo, em relação ao sistema de capital concentrado⁷. Assim, a partir dos anos 1990, com o fenômeno da globalização, que levou à expansão do mercado financeiro e à competição entre as empresas em nível mundial, a dicotomia entre os sistemas poderia persistir ou, num exemplo de competição darwiniana, o mais eficiente prevaleceria?⁸

-
- 7 No sistema de capital concentrado, é possível identificar modelos eficientes, nos quais a capacidade de o controlador extrair benefícios particulares do controle é baixa, e modelos ineficientes, em que tal capacidade é elevada. Um dos elementos para medir essa diferença é o prêmio pago pelas ações integrantes do bloco de controle, no caso de sua transferência (prêmio de controle). Assim, quanto maior o prêmio de controle, maior a ineficiência da regulação societária. Cf. GILSON, R. e GORDON, J. Controlling controlling shareholders. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 152, nº 2, p. 785-843, 2003; GILSON, R., Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy. *Harvard Law Review*, v. 119, n. 6, p. 1.642-1679, 2005; ILLS. *Corporate...*, cit., 1999; MUNHOZ, E. Desafios do direito societário na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, R. e ARAGÃO, L. *Direito societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 120-159.
- 8 A despeito da visão dominante quanto à superioridade do sistema baseado em dispersão acionária e mercado de capitais forte, não há evidência empírica a demonstrar que as empresas com essa estrutura de capital sejam mais eficientes. Cf. MORCK, RANDALL, SHLEIFER e VISHNY. Management ownership and market valuation: an empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 20, p. 293-316, 1988; MCCONNELL e SERVAES. Additional evidence on equity ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 27, p. 595-612, 1990; KOLE, S. R. Measuring managerial equity ownership: a comparison of sources of ownership data. *Journal of Corporate Finance*, v. 1, p. 413-435, 1995; MEHRAN, H. Executive compensation structure, ownership and firm performance. *Journal of Financial Economics*, v. 38, nº 2, p. 163-184, 1995; HIMMELBERG, HUBBARD e PALIA. Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance. *Journal of Financial Economics*, v. 53, p. 353-384, 1999. Sobre a realidade brasileira, cf. MUNHOZ, *Desafios...*, cit., 2009; OKIMURA, R. *Estrutura da propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil*. 2003. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003; SILVEIRA. *Governança corporativa...* cit., 2005.

Com o objetivo de responder a essa indagação, multiplicaram-se os estudos voltados à análise comparativa dos modelos de direito societário, particularmente ao tema da governança corporativa e da estrutura da propriedade do capital das empresas⁹.

HANSMANN e KRAAKMAN defendem que o entrelaçamento desses dois sistemas culminará com o fim da história para o direito societário¹⁰. Preveem que o *shareholder-oriented model*, adotado sobretudo nos Estados Unidos e no Reino Unido, sobrepujará os demais modelos, por ser mais eficiente. Assim, o *manager-oriented system* (Estados Unidos, décadas de 1950 e 1960), o *labor-oriented* (Alemanha) e o *state-oriented* (França e países asiáticos) dariam lugar ao modelo baseado na maximização do valor dos acionistas. Ainda que algumas variações venham a persistir, segundo os autores, o modelo societário dos países será caracterizado pelos elementos centrais do *standard model*: (i) interesse de longo prazo dos acionistas na maximização do valor de suas ações definido como o objetivo maior da empresa; (ii) dispersão da propriedade do capital; e (iii) desenvolvimento do mercado de capitais como mecanismo relevante de financiamento.

Há elementos empíricos a fundamentar a visão de HANSMANN e KRAAKMAN no sentido da convergência dos sistemas em torno das características centrais do *shareholder-oriented system*¹¹. O desenvolvimento do mercado de capitais na Europa, na Ásia e em países da América Latina a partir da década de 1990, o aumento do dinamismo do mercado de controle acionário na Europa a partir da década de 1990 e o aumento da importância dos investidores institucionais nos Estados Unidos são fatores de convergência¹².

9 Cf. GORDON, J. e ROE, M. (Org.). *Convergence and persistence in corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004, reunindo uma série de artigos a respeito do tema.

10 Cf. HANSMANN e KRAAKMAN. *The end of history for corporate law*. *Georgetown Law Journal*, v. 89, p. 439-468, 2001.

11 Cf. HANSMANN e KRAAKMAN. *The end...*, cit., 2001, p. 15-16 (indicam, com base em dados empíricos, a tendência de difusão da propriedade acionária na Europa, no Japão e em países da América Latina nos últimos 20 anos).

12 Cf. ROE, M. e BEBCHUK, L. *A theory of path dependence in corporate gover-*

É inegável, porém, a persistência de diferenças relevantes entre as estruturas empresariais dos diversos países. Ainda hoje, o nível de dispersão acionária e de desenvolvimento do mercado de capitais atingido nos Estados Unidos e no Reino Unido é completamente distinto do observado em outros países desenvolvidos, como Alemanha e França¹³.

A persistência dessas diferenças é analisada em uma série de trabalhos que, embora adotando abordagens distintas, são unânimes ao concluir que o surgimento da dispersão acionária (e o consequente desenvolvimento do mercado de capitais) dependem da verificação de determinados requisitos e pressupostos.

Em *Political determinants of corporate governance*¹⁴, ROE associa a persistência de modelos societários a causas culturais, sociais e políticas. As sociais-democracias europeias seriam incompatíveis com o *market oriented system*, favorecendo, por outro lado, modelos baseados na cogestão entre acionistas e trabalhadores (*codetermination*, do modelo alemão), ou ainda na influência do Estado (*state-oriented*).

Em *A theory of path dependence in corporate governance and ownership*¹⁵, ROE e BEBCHUK apontam que as estruturas dominantes em um dado instante histórico influenciam necessariamente essas mesmas estruturas no futuro. Assim, a transformação de uma estrutura caracterizada pelo capital concentrado, no passado, para uma pautada pela dispersão, no futuro, sofreria fortes obstáculos. Essa resistência decorreria de causas estruturais (*structure-driven path dependence*) e normativas (*rule-driven path dependence*). Entre as primeiras, está o fato de que um modelo de capital concentrado pode ser eficiente em virtude das instituições econômicas, políticas e sociais existentes em um dado ambiente. A transformação para um modelo diferente exigiria custos elevados para a mudança ou

nance and ownership. *Stanford Law Review*, v. 52, p. 781, 1999.

13 Encontra-se análise objetiva da realidade atual e interessante perspectiva para o futuro, em DAVIES, P. et al. *Beyond the anatomy*. In: KRAAKMAN, R. et al. *The anatomy...*, cit., 2009, p. 305-315.

14 ROE, M. *Political determinants of corporate governance*. Oxford: Oxford University Press, 2003.

15 Cf. ROE e BEBCHUK, *A theory...*, cit., 1999.

adaptação dessas instituições. Entre as questões normativas, está o fato de que, num dado sistema, a classe empresarial dominante – acionistas (no sistema de capital concentrado) ou administradores (no sistema de capital difuso) – pode influenciar o Estado e resistir a reformas da legislação que prejudiquem os seus interesses.

Ainda BEBCHUK, em *A rent-protection theory of corporate ownership and control*¹⁶, aponta que a capacidade de o controlador extrair benefícios particulares do controle influencia de forma decisiva a estrutura da propriedade do capital. Se essa capacidade for elevada, mesmo que a dispersão do capital signifique maior valor para o conjunto de acionistas e os demais stakeholders, o controlador pode resistir à mudança, na medida em que a valorização da empresa não compensaria a perda dos benefícios particulares do controle.

Em *Legal determinants of external finance*¹⁷, LLSV atribuem a resistência do modelo de capital concentrado à ausência de proteção adequada aos sócios minoritários. Para LLSV, a dispersão do capital somente se torna viável ante um sistema jurídico que ofereça segurança adequada aos investidores. Não se trata apenas da lei societária, mas do conjunto de instituições necessárias para assegurar efetividade aos direitos dos minoritários. Assim, é preciso que existam mecanismos eficientes para que os investidores possam exercer os seus direitos, havendo consequências materiais imediatas para os controladores, caso isso não ocorra. É indispensável, portanto, a presença de instituições fortes na fiscalização e punição dos desvios verificados e a existência de um bom sistema de solução de conflitos.

COFFEE JR., em *The rise of dispersed ownership*¹⁸, considera que a maior liberdade conferida às instituições privadas para a autorregulação nos

16 BEBCHUK, L. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau of Economic Research. Working Paper n. 7203, 1999. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7203>>. Acesso em: jan. 2011.

17 LA PORTA, LOPEZ-DE-SILANES, SHLEIFER e VISHNY (doravante, referidos como LLSV). *Legal determinants of external finance*. *Journal of Finance*, v. 52, p. 1131-1150, 1997.

18 COFFEE JR., J. *The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control*. *Yale Law Journal*, v. 111, p. 1, 2001.

países de *common law* constitui a razão principal do desenvolvimento do mercado de capitais e da dispersão da propriedade acionária. Discorda da visão de que uma lei efetiva na proteção dos acionistas minoritários deve necessariamente anteceder o desenvolvimento do mercado de capitais. A história demonstra que a ordem dos fatos é inversa.

O mercado de capitais iniciou o seu desenvolvimento nos Estados Unidos e no Reino Unido, baseado na autorregulação das instituições privadas (Bolsa de Nova York e Bolsa de Londres¹⁹), para somente numa etapa subsequente os seus atores, tendo ganhado importância econômica, e portanto força política, terem a possibilidade de influenciar reformas na legislação. A lei, portanto, é relevante para o desenvolvimento do mercado de capitais e a dispersão acionária, mas sua origem não depende dela.

O conjunto desses estudos oferece um quadro amplo e convincente dos mecanismos que influenciam o movimento de *convergência e resistência* dos sistemas societários dos diversos países. Se não é possível prever, nos anos vindouros, qual será a intensidade da convergência ou os limites da resistência, há consenso de que o nível de integração entre os modelos societários é, hoje, muito superior ao verificado anteriormente, sobretudo, quando se analisa a uniformização sob o aspecto funcional, e não formal²⁰.

A análise da realidade empresarial a partir da década de 1990 conduz a essa conclusão²¹. Na Europa Ocidental, a partir da segunda metade dos anos 1990, verificou-se uma significativa evolução dos mercados de capitais²², como demonstram os seguintes dados:

19 New York Stock Exchange e London Stock Exchange.

20 A convergência formal caracteriza-se pela adoção exatamente dos mesmos institutos e regras. A funcional é aquela em que se adotam institutos ou soluções diferentes sob o aspecto formal, mas que exercem a mesma função. Cf. COFFEE JR, J. The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its significance. *New York University Law Review*, v. 93, p. 641, 1999; GILSON, R. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. In: GORDON e ROE (Org.). *Convergence...*, cit., 2004, p. 128-158.

21 Cf. KRAAKMAN, R. et al. *The anatomy...*, cit., 2009.

22 Cf. VAN DER ELST, C. The equity markets, ownership structures and control:

(i) número de companhias abertas: entre 1990 e 1999, o número de companhias abertas na Alemanha aumentou em 90,3%, na França em 118,5% e na Espanha em 67,4%²³; (ii) relação entre valor de mercado das empresas e PIB: entre 1996 e 1999, na França, a relação passou de 38% para 117,9%, na Alemanha, de 28% para 76,7%, na Espanha, de 33% para 87% (em 1999, nos Estados Unidos a relação era 247,5% e no Reino Unido 184,5%, respectivamente)²⁴; (iii) número de ofertas públicas iniciais de ações: na década de 1990, foram 581 na França, 380 na Alemanha e 355 na Espanha, números significativamente superiores à realidade anteriormente verificada nesses países²⁵; (iv) valor captado em ofertas públicas iniciais como percentual do PIB: na década de 1990, na Holanda e na Espanha a relação foi superior à verificada nos Estados Unidos e no Reino Unido²⁶.

A evolução do mercado de capitais veio acompanhada de uma onda de fusões e aquisições que marcou o palco europeu no final dos anos 1990²⁷. Essas aquisições foram baseadas cada vez menos em financiamento bancário e mais na emissão de títulos no mercado de capitais, reduzindo significativamente a dependência das empresas

towards an international harmonization? In: HOPT, K.; WYMEERSCH, E. (Eds.). *Capital markets and company law*. Oxford: Oxford University Press, 2003. p. 3-46.

23 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 5.

24 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 8. Cf., ainda, School brief: stocks in trade, *The Economist*, Nov. 13, 1999. p. 85-86.

25 Cf. VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 9.

26 VAN DER ELST. *The equity...*, cit., 2003, p. 10.

27 Cf. BLACK, B. The first international merger wave (and the fifth and last U.S. wave). *University of Miami Law Review*, v. 54, p. 799, 2000. Em 1986, 86% das operações de fusão e aquisição envolveram ao menos uma parte norte-americana, ao passo que em 1999 esse percentual caiu para 40%. No mesmo período, as operações que envolveram pelo menos uma parte europeia cresceu de 15% para 43% (Cf. STOKES, B. The M&A game's global field. *National Journal*, July 15, 2000. p. 2290). Em termos de valor da transação, a participação europeia subiu de 11% do total, em 1985, para 47%, em 1999 (BLACK, 2000, p. 799-801).

européias ao sistema financeiro²⁸. Tal movimento de fusões e aquisições levou a que, depois de longo debate e polémica, fosse aprovada diretiva, em 2004, para definir as diretrizes a serem adotadas pelas leis dos países-membros da União Europeia a respeito das operações de aquisição de controle acionário²⁹. A Diretiva baseou-se substancialmente no modelo britânico (*UK Code on Takeovers and Mergers*, de 1968³⁰), país em que prevalece o sistema de capital disperso.

Assim, ainda que num ritmo mais lento do que o preconizado pelos mais otimistas, a presença de um movimento no sentido da convergência dos modelos societários parece inegável. As diferenças e variações permanecem, mas, sobretudo do ponto de vista funcional, a convergência é patente. Nesse sentido, os fatores econômicos e a influência da globalização e da expansão do mercado financeiro parecem constituir forças superiores aos elementos de resistência, antes mencionados³¹.

II.B. DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

A experiência brasileira de desenvolvimento do mercado de capitais é campo fértil para a pesquisa do tema. Os mercados de capitais dos Estados Unidos e do Reino Unido desenvolveram-se no final do século XIX e no início do século XX, portanto, há muito tempo. A efervescência do mercado brasileiro, no entanto, ocorre nos dias atuais, o que oferece farto material para reflexão e estudo.

Se o desenvolvimento do mercado de capitais depende de fatores políticos, sociais e culturais³², a realidade brasileira, cujas raízes estão fincadas em um longo passado escravista, não é naturalmente favorável a empreendimentos econômicos baseados em cooperação, união de

28 Cf. STOKES. *The M&A...*, 2000, p. 2291.

29 Diretiva 2004/25/CE, de 30.4.2004, doravante referida como Diretiva Europeia sobre Ofertas Públicas de Aquisição, Diretiva Europeia, ou simplesmente como Diretiva.

30 Doravante, referido como *Takeover Code*.

31 Cf. DAVIES. *Beyond...*, cit., 2009.

32 Cf. ROE. *Political...*, cit., 2003.

capitais, exercício do trabalho em benefício e no interesse de terceiros, como ocorre no caso das companhias abertas. Uma breve digressão sobre a realidade brasileira no século XIX é útil para compreender a questão.

No início do século XIX, Estados Unidos e Brasil se equivaliam em termos de tamanho da população e da economia³³. O que, então, levou a que, 100 anos passados, os Estados Unidos estivessem ao lado dos países europeus, como país industrializado, com economia sólida e em franco desenvolvimento, ao passo que o Brasil ostentava um triste quadro de subdesenvolvimento? Não é objeto do presente trabalho aprofundar o estudo desse tema, mas é importante ter em conta alguns dos motivos que explicam esse resultado, hoje unanimemente reconhecido pela literatura³⁴.

FURTADO observa que as diferenças sociais (...) eram profundas, pois enquanto no Brasil a classe dominante era o grupo dos grandes agricultores escravistas, nos EUA uma classe de pequenos agricultores e um grupo de grandes comerciantes urbanos dominava o país³⁵.

Para entender a realidade brasileira, é fundamental compreender a extensão e a importância da influência que deriva do modo de produção escravista. Foram centenas de anos de escravidão, somente abolida, tardiamente, no final do século XIX. A escravidão levou a que qualquer atividade relacionada ao trabalho fosse motivo de vergonha. Quem trabalha é o escravo, não o senhor, que vive da renda de suas

33 Cf. CALDEIRA, J. *A nação mercantilista*. São Paulo: Editora 34, 1999; FURTADO. *Formação...*, cit., 2009.

34 Cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009; CALDEIRA. *A nação...*, cit., 1999 (apresentam interessante análise do tema, a partir de abordagens diferentes).

35 Cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009, p. 165. É interessante a passagem em que FURTADO (*Formação...*, cit., p. 165) compara Hamilton ao Visconde de Cairu: "Nada é mais ilustrativo dessa diferença do que a disparidade que existe entre os dois principais intérpretes dos ideais das classes dominantes nos dois países: Alexander Hamilton e o visconde de Cairu. Ambos são discípulos de Adam Smith, cujas ideias absorveram diretamente e na mesma época na Inglaterra. Sem embargo, enquanto Hamilton se transforma em paladino da industrialização, mal compreendida pela classe de pequenos agricultores norte-americanos, advoga e promove uma decidida ação estatal de caráter positivo — estímulos diretos às indústrias, e não apenas medidas passivas de caráter protecionista — Cairu crê supersticiosamente na mão invisível e repete: 'Deixai fazer, deixai passar, deixai vender'".

propriedades. Por isso, na escala social, mesmo comerciantes de sucesso apareciam como tipos suspeitos de envolvimento em atividades vis. Valorizavam-se as atividades puramente intelectuais, não voltadas para qualquer resultado prático. Trabalho, no máximo, em postos do governo, acompanhados de dignidades e de autoridade³⁶.

Para fugir do estigma da escravidão, mesmo os que necessitavam trabalhar para sobreviver, utilizavam toda sorte de artifícios para não serem confundidos com os escravos. Uma ilustração expressiva dessa realidade é o seguinte relato do comerciante inglês John Luccock, no século XIX, no Rio de Janeiro, reproduzido por CALDEIRA³⁷:

Os mecânicos brancos consideravam-se todos eles fidalgos demais para trabalhar e consideravam que ficariam degradados se vistos em público carregando a menor coisa pelas ruas, ainda que fossem as ferramentas de seu ofício. O orgulho tolo e a presunção formalizada, que dominava todas as classes da sociedade brasileira, atingia, nessa categoria de homens um absurdo singular e ridículo. Tornando-se necessário abrir uma fechadura de que se perdera a chave, e tão rara era a habilidade necessária para tanto, que o gerente e o copeiro do hotel onde então eu morara ficaram grandemente perplexos quando eu perguntei onde se a poderia encontrar. Afinal aconselharam-me a me dirigir a um carpinteiro inglês que se achava estabelecido no Rio de Janeiro há uns dois anos que tinha muitos empregados, dos quais um foi mandado ir comigo (porque neste tempo mestres não se atreviam a ir executar trabalhos fora), com a garantia de que haveria de me contentar. Fez-se esperar por largo tempo, mas, afinal, para compensar a demora, apareceu-me vestido de grande gala, com tricórnio, fivelas no sapato abaixo dos joelhos e outras quejandas magnificências. À porta da casa tornou a estacar, na intenção de alugar um preto para que lhe carregasse o martelo, a talhadeira e alguma outra ferramenta pequena. Lembrei-lhe de que, sendo leves,

-
- 36 Cf. HOLANDA. *Raízes...*, cit., 1995, p. 83: "O trabalho mental, que não suja as mãos e não fatiga o corpo, pode constituir, com efeito, ocupação digna de antigos senhores de escravos e dos seus herdeiros. Não significa forçosamente, neste caso, amor ao pensamento especulativo (...) mas amor à frase sonora, ao verbo espontâneo e abundante, à erudição ostentosa, à expressão rara. É que para bem corresponder ao papel que, mesmo sem o saber, lhe conferimos, inteligência há de ser ornamento e prenda, não instrumento de conhecimento e de ação. (...) Aliás, o exercício dessas qualidades que ocupam a inteligência sem ocupar os braços tinha sido expressamente considerado já em outras épocas, como pertinente aos homens nobres e livres, de onde, segundo parece, o nome liberais dado a determinadas artes, e, oposição às mecânicas, que pertencem às classes servis".
- 37 Cf. CALDEIRA, J. *Mauá: empresário do Império*. São Paulo: Companhia das Letras, 1995, p. 184.

eu mesmo me encarregaria de uma parte ou do todo, mas isso se constituiu um solecismo tão grande como o de usar ele próprio suas mãos. O cavalheiro esperou pacientemente até que aparecesse um negro, tratou com ele, e então prosseguiu em sua devida forma, seguido por seu criado temporário. Em pouco tempo deu cabo da tarefa, quebrando a fechadura em vez de abri-la com a gazua, após o que o homem importante, puxando uma profunda reverência, retirou-se com seu lacaios.

A história de Irineu Evangelista de Sousa, o Barão de Mauá, evidencia bem os valores que dominavam a sociedade brasileira em meados do século XIX. Trabalhando desde os 15 anos com um comerciante inglês (Carruthers), Mauá aprendeu valores e princípios muito diversos dos que prevaleciam no Brasil³⁸. Ao liderar um surto de industrialização em meados do século XIX, Mauá adotou métodos e comportamentos que chegavam a ser chocantes para a classe dominante brasileira. Num tempo em que o modelo de homem rico era o senhor de uma fazenda, com casa-grande e senzala, escravos para trabalhar na lavoura e boa quantidade de café³⁹, Mauá não fazia negócios nos quais era o único dono. Ele buscava sócios para dividir investimentos, tarefas e, portanto, os lucros, conseguindo, dessa forma, gerir empresas muito maiores do que sua fortuna pessoal. Para construir a primeira ferrovia do país, conseguiu reunir 26 acionistas para a empreitada. Mauá, em vez de ser o único dono de uma empresa limitada, achava melhor ser o grande acionista de uma empresa sólida⁴⁰. Essa mentalidade causava espanto em uma sociedade na qual a ideia de juntar esforços econômicos estava mais associada ao casamento entre membros de famílias ricas que a assembleias de acionistas⁴¹.

Esse homem fora de seu tempo e o imperador D. Pedro II protagonizaram um episódio com notável força simbólica dos valores que caracterizavam a sociedade brasileira no século XIX. Era a cerimônia de inauguração das obras da primeira ferrovia do país, assim descrita por CALDEIRA (1995, p. 260-261):

38 Cf. CALDEIRA. *Mauá...*, cit., 1995, p. 109-135.

39 Cf. FREYRE, G. *Casa grande & senzala*. 51. ed. São Paulo: Global Ed., 2006; FURTADO. *Formação...*, cit., p. 176).

40 CALDEIRA. *Mauá...*, 1995, p. 244.

41 CALDEIRA, *Mauá...*, cit., 1995, p. 252.

No dia 29 de agosto de 1852, (MAUÁ) transformou a cerimônia de inauguração das obras da estrada de ferro numa demonstração do poder de seus princípios. Conseguiu fazer do imperador e de toda a Corte dóceis instrumentos de sua afirmação, do modo mais apreciado pelos brasileiros: uma mistura de festa, procissão, calor, parábolas e desfile de modas. (...) Não faltava uma autoridade importante no país. (...) A uma hora da tarde, em pleno sol, todo o grupo em trajes de gala iniciou uma caminhada pelo pasto até um ponto marcado no capim, onde os esperava o vigário da paróquia local para dar bênção nos trabalhos. Concluída a oração, Irineu entregou ao imperador uma pá de prata, com a qual este cravou três vezes a terra, despejando o produto num carrinho de jacarandá incrustado de prata. Depois, passou a pá a um ministro, que continuou a operação, repetindo em seguida o gesto e passando o instrumento a outro ministro. Irineu, homem com a fé nos símbolos dos maçons, exultava: todo o poder de uma sociedade escravocrata que desprezava solenemente o trabalho curvava humildemente a espinha ante seu valor. (...) Rompia assim a aura sagrada que envolvia um poder que sempre fez questão da distância do trabalho, que nunca quis nada que sugerisse mistura com o vulgo — mas que parecia agora muito prosaico. (...) Enquanto Irineu Evangelista de Sousa puxava vivas ao imperador, à imperatriz, à Constituição do Império e à Nação Brasileira, dom Pedro II enxugava o proleto suor da testa. Sorria amarelo e pensava. As asas daquele senhor petulante andavam crescendo muito depressa, e precisavam ser devidamente aparadas, antes que ele levasse longe demais suas ideias heréticas sobre o lugar dos trabalhadores e dirigentes deste mundo.

A realidade brasileira, portanto, era muito distinta daquela descrita por WEBER que, ao associar o desenvolvimento do capitalismo à ética protestante, assinala a elevação do trabalho e do ascetismo como valores éticos centrais⁴². De forma muito diversa, o trabalho, a união de esforços para lograr benefícios comuns eram valores não apenas ignorados pela sociedade brasileira, mas havidos como humilhantes⁴³. Também não se

42 Cf. WEBER, M. *A ética protestante e o espírito do capitalismo*. Trad: José Marcos Mariani de Macedo. São Paulo: Companhia das Letras, 2004.

43 Silva Lisboa, o visconde de Cairu, ao divulgar as ideias de Adam Smith no Brasil, não deixou de adaptá-las à realidade local. Em seus *Estudos do bem comum*, publicados a partir de 1819, apoiando-se em uma tradução malfeita de Adam Smith, pergunta se, para a riqueza e prosperidade das nações, contribuiu mais a quantidade de trabalho ou a quantidade de inteligência, para concluir que a segunda seria a mais importante, o que expressa o claro desejo de valorizar a inteligência puramente intelectual das classes dominantes brasileiras, em detrimento do trabalho, ou de qualquer atividade voltada ao resultado prático, valores associados aos escravos. Cf. HOLANDA. *Raízes...*, cit., 1995, p. 83-84.

encontram na formação brasileira os valores do individualismo e da livre iniciativa, prevalecendo a organização da economia a partir do papel centralizador do Estado⁴⁴.

Abolida a escravidão em 1888, imigrantes europeus vieram trabalhar nas lavouras. O quadro de um país rural, patriarcal, foi gradativamente substituído pelo de um país urbano e industrial. A cultura do café e a substituição da mão de obra escrava pelo trabalho assalariado dos imigrantes europeus, aos poucos, modificou o centro dinâmico do país⁴⁵. A política econômica brasileira era ditada pelo Estado de acordo com os interesses de uma classe econômica dominante (grandes fazendeiros de café)⁴⁶.

Com a crise mundial de 1929 e a subida de Vargas ao poder em 1930, rompeu-se a política econômica anterior baseada no café e o Estado passou a atuar no sentido de fomentar a industrialização, ainda que inicialmente sem uma política bem articulada⁴⁷. De fato, a partir dos anos 1940, a industrialização e a urbanização do Brasil ocorreram de forma rápida e intensa⁴⁸. Os barões do café deram lugar a uma

44 Em *Visão do paraíso*. São Paulo: Companhia das Letras, 2010, HOLANDA compara a centralização política do processo colonizador no Brasil com o individualismo da colonização espanhola da América.

45 A cultura do café e o trabalho assalariado aumentaram a demanda interna. Com isso, sobretudo, a partir da crise da cultura cafeeira nos anos 1930, o centro dinâmico do país deixa de ser a exportação para concentrar-se no mercado interno, favorecendo-se o crescimento da indústria nacional (FURTADO. *Formação...*, cit. 2009, p. 278-288).

46 Sobre a política econômica brasileira voltar-se primacialmente aos interesses dos grandes cafeicultores até os anos 1930, cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009, p. 257-267.

47 Sobre o período Vargas, cf. FAUSTO, B. *A revolução de 30: historiografia e história*. São Paulo: Companhia das Letras, 1997. FAUSTO critica a visão de que a revolução de 1930 corresponderia a uma revolução da burguesia industrial ou da classe média (tenentismo). Assinala, porém, que a política econômica passou a favorecer a industrialização e, portanto, fração da classe industrial nascente (p. 65-73). Sobre a crise do café e os primórdios da industrialização, cf. FURTADO. *Formação...*, cit., 2009, p. 257-336.

48 Os imigrantes europeus foram os grandes protagonistas do início da industrialização, que teve lugar sobretudo em São Paulo, a partir das primeiras

oligarquia empresarial, que manteve forte influência sobre o Estado. A empresa privada brasileira dependia de capitais próprios, ou de financiamento estatal. E, para a obtenção de apoio financeiro do Estado, as boas relações e a proximidade do poder político era fundamental. Os empreendimentos econômicos de maior envergadura, por outro lado, couberam ao próprio Estado ou a multinacionais estrangeiras⁴⁹.

Essa oligarquia empresarial atuava em um ambiente de baixa competição, pois, em virtude do programa de substituição de importações, o Brasil era um país fechado do ponto de vista financeiro e comercial. Esse quadro, associado à inexistência de mecanismos privados de financiamento das atividades produtivas, resultou em elevadas barreiras ao ingresso de novos competidores. Ou seja, a criação e o desenvolvimento de empresas dependia fundamentalmente de capital próprio (riqueza anterior) ou de boas relações políticas para obtenção de financiamento⁵⁰. A essa realidade, FAORO denominou de sistema patrimonial do capitalismo politicamente orientado⁵¹.

Está claro, portanto, que as características políticas, sociais, culturais e econômicas do Brasil eram claramente avessas ao desenvolvimento de um sistema societário baseado no mercado e na dispersão do capital. Pelo contrário, o modelo aderente a essa realidade era o de um sistema de capital concentrado, caracterizado pelo amplo domínio do controlador sobre a empresa e, portanto, pela alta capacidade de

décadas do século XX. Cf. PEREIRA, L. *Empresários e administradores no Brasil*. São Paulo: Brasiliense, 1974 (o autor aponta que 85% dos industriais em São Paulo eram descendentes de imigrantes).

49 Cf. Parte I, Capítulo I, supra.

50 Cf. Parte I, Capítulo I, supra. A interdependência entre Estado e empresa no Brasil tem raízes profundas e antigas, valendo destacar a seguinte passagem de Joaquim NABUCO (*Um estadista do Império*. Rio de Janeiro: Topbooks, 1998, v. II, p.): "Desde o princípio, o calor, a luz, a vida para as maiores empresas, tinha vindo do Tesouro. Em todo tempo, as grandes figuras financeiras, industriais, do país tinham crescido à sombra da influência e proteção que lhes dispensava o governo (...) Eles, políticos, eram os vermes do chão; a especulação, a planta vivaz e florescente que brotava dos seus trabalhos contínuos e aparentemente estáveis; eles desanimavam, ela enriquecia".

51 Cf. FAORO. *Os donos...*, cit., 1987, p. 747.

extrair benefícios privados do controle⁵². À classe dominante, que deixou de ser o grupo de grandes agricultores para constituir-se, a partir dos anos 1940, na classe dos grandes industriais, não interessava o aumento da competição, seja pela abertura comercial do país, seja pelo estímulo à formação de pequenas e médias empresas.

O modelo de industrial brasileiro guardava influência do passado escravista. Era o dono da empresa, habituado a extrair o máximo de riqueza do esforço alheio, procurando reproduzir na empresa os laços de confiança próprios de suas relações familiares⁵³. Como dono e senhor, cabiam ao industrial todos os lucros da atividade. A união de esforços e capitais com outros sócios não era da índole do padrão médio de empresário brasileiro. Afinal, ter sócio é ter patrão⁵⁴.

A tanto se somou a ausência de um sistema legal adequado à proteção dos investidores. Até 1976, vigorou no país a Lei das S.A. de 1940, elaborada tomando como modelo um país rural, que iniciava o seu processo de industrialização⁵⁵. O mercado financeiro e o mercado de capitais somente foi estruturado de forma institucional com as reformas da década de 1960 (Lei nº 4.595/1965 – sistema financeiro; Lei nº 4.728/1965 – mercado de capitais). O objetivo de desenvolver-se um mercado privado de financiamento de longo prazo às empresas tornou-se prioritário apenas a partir dos anos 1970.

A Lei das S.A. e a Lei do Mercado de Capitais, de 1976, confiaram na possibilidade de desenvolver o mercado de capitais, dispersando a propriedade acionária, sem, por outro lado, dividir o poder. Por meio da emissão de ações preferenciais, a propriedade poderia dividir-se,

52 Neste trabalho, a expressão *benefícios privados do controle* refere-se, genericamente, a todas as hipóteses de desvio, pelo acionista controlador, da riqueza gerada pela companhia, em detrimento dos demais acionistas e *stakeholders*. São situações patológicas e qualificadas como ilícitas, pela lei societária brasileira, ao defini-las como exercício abusivo do poder de controle (art. 116, par. único, art. 117, § 1º, e art. 246 Lei das S.A.).

53 Cf. CARDOSO, F. H. *Empresário industrial e desenvolvimento econômico no Brasil*. São Paulo: Difusão Europeia do Livro, 1972.

54 Adágio popular.

55 Cf. Parte I, Capítulo I.A., *supra*.

mas o poder de comando da atividade continuaria sob a mão firme do *empresário-empendedor* (o acionista controlador)⁵⁶.

Esse modelo, ao contrário do propugnado pelos autores do anteprojetado⁵⁷, não implicava a mudança de estruturas sociais e culturais. Em verdade, o modelo de empresa organizada em torno da figura de um *acionista controlador*, integrada por investidores destituídos de influência sobre o comando das atividades, é coerente com a realidade cultural, social e econômica de um país caracterizado pela concentração da riqueza, absolutamente ignaro do valor da cooperação e do associativismo econômico.

O controlador reconhece-se como *dono* da empresa, a quem os demais participantes do empreendimento (vg., acionistas-investidores e trabalhadores) devem servir. Os investidores são havidos como instrumento para a realização dos projetos do *empresário-empendedor*, não ostentando efetivamente a condição de sócios, já que destituídos de poder. No máximo, seriam sócios de segunda classe. A empresa deveria servir ao seu *senhor*: o *empresário-empendedor* (acionista controlador).

Os valores e a cultura dominantes do Brasil são, portanto, favoráveis a comportamentos do controlador baseados na extração de benefícios privados do controle⁵⁸. Se esse padrão de comportamento é coerente com a história cultural e econômica do país, o regime especial de deveres e responsabilidades que lhe foram impostos pela Lei das S.A. não foi suficiente para coibir os abusos, ou para transformar o modelo dominante⁵⁹.

56 Cf. Parte I, Capítulo I..C., supra.

57 Cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Lei das S.A...*, cit., 1992, p. 156.

58 Cf. GORGA, E. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração da Universidade de São Paulo*, v. 39, p. 309-326, 2004.

59 Vale lembrar que o modelo da Lei das S.A. foi o de conferir plena liberdade ao *empresário-empendedor* (acionista controlador) para organizar e comandar as atividades da companhia, conferindo-se-lhe, por outro lado, deveres e responsabilidades especiais para coibir o mau uso desse poder: "Em vez de tentar destruir o *empresário-empendedor* (e, com ele, a iniciativa privada), a LSA adotou, como diretriz, reconhecer sua importância na economia aberta, centrar um grupo de normas em

Lembre-se que a outra face da moeda à atribuição do poder de comando empresarial ao acionista controlador foi a definição de deveres e responsabilidades especiais a este para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua⁶⁰.

Essa definição de deveres e responsabilidade mostrou-se, porém, pura retórica, não deitando raízes na realidade⁶¹. Ao longo das últimas décadas de vigência da lei, raríssimos foram os casos de condenação de acionista controlador por exercício abusivo do poder de controle. Isso se deveu tanto à falta na lei de mecanismos específicos que permitam aos minoritários fiscalizar, identificar os abusos e buscar a punição, como, sobretudo, à ausência de instituições fortes capazes de concretizar os deveres e responsabilidades teoricamente estabelecidos⁶².

A CVM, no exercício do seu poder disciplinar, dispunha, como ainda dispõe (embora o quadro tenha melhorado significativamente nos últimos anos), de poucos meios técnicos para fiscalizar e punir os controladores⁶³. O Judiciário, de seu turno, também não teve condições de exercer papel relevante. São poucos os Estados brasileiros que dispõem de juízos especializados em matéria societária. Além disso, as ações de responsabilidade contra o controlador seguem o procedimento ordinário e, em sua maioria, exigem a realização de perícia, o que significa o decurso de longos anos até o seu julgamento final (embora não haja estatística sobre a matéria, a experiência indica

torno de sua figura, assegurar-lhe maior número de opções para organizar a empresa, mas, correlatamente, cobrar-lhe, em termos de responsabilidade, empresarial e social, o mau uso que venha a fazer dessa liberdade e do seu poder" (LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Direito das...*, cit., 2009, p. 801).

60 Art. 116, parágrafo único, Lei das S.A.

61 Cf. COMPARATO. *O poder...*, cit., 1983, p. 306.

62 Sobre a relação entre os mecanismos de solução de conflitos e seus efeitos sobre o valor de mercado das empresas, evidenciando a importância da eficiência do sistema de solução de conflitos, cf. HASLEM, *Managerial opportunism during corporate litigation. The Journal of Finance*, v. LX, p. 2013-2041, 2005.

63 Cf. ARAGÃO, P. A CVM em juízo: limites e possibilidades. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 34, p. 38-49, 2006.

o tempo médio de 5 a 10 anos, a depender do Estado em que se inicia o processo)⁶⁴.

Tanto não bastasse, para o ajuizamento da ação judicial, verifica-se um sério problema de *concentração de custos* e de *dispersão de benefícios*⁶⁵. O acionista que pretender ingressar com ação de responsabilidade contra o controlador incorre em todos os custos do processo (contratação de advogados, pagamento de custas e despesas judiciais, honorários e custos da perícia, contratação de assistentes técnicos etc.) e se, ao final for vencedor, a indenização correspondente é atribuída à companhia. Se o acionista for titular de ações representativas de menos que 5% do capital social e o controlador for uma sociedade, terá ainda que oferecer garantia, no início do processo, para pagamento de custas e honorários de advogado, para o caso de a ação vir a ser julgada improcedente⁶⁶. Na tentativa de equilibrar essa equação, cuidando-se de sociedade controladora, a Lei das S.A. estabelece um prêmio de 5% ao acionista e honorários de advogado de 20%, calculados sobre o valor da indenização, no caso de a ação ser julgada procedente⁶⁷. Esse benefício, porém, não se tem mostrado suficiente para compensar os custos e adversidades antes referidos.

Nesse contexto, mais importante do que eventuais falhas que se possam identificar na Lei das S.A., é o fato de que as instituições brasileiras, encarregadas de dar cumprimento às suas disposições, mostraram-se fracas e pouco eficientes⁶⁸. A associação dessa fragilidade às estruturas culturais e sociais dominantes no país deu ensejo à conso-

-
- 64 Em recente pesquisa realizada pelo Banco Mundial, num universo de 183 países pesquisados, o Brasil ocupa a 98ª posição em termos de eficiência para garantir o cumprimento de contratos comerciais. Cf. World Bank. *Doing Business 2011 – Brazil*. Disponível em: <<http://www.doingbusiness.org/data/exploreeconomies/brazil#enforcing-contracts>>. Acesso em: jan. 2011.
- 65 Cf. MUNHOZ, E. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupos de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, p. 280.
- 66 Art. 246, § 1º, b, Lei das S.A.
- 67 Art. 246, § 2º, Lei das S.A.
- 68 Sobre a importância das instituições como causa determinante do desenvolvimento econômico, cf. NORTH, D. *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Press Syndicate of the University of Cambridge, 1990.

lidação de um sistema de capital concentrado altamente ineficiente, ou seja, no qual o controlador tem ampla possibilidade de extrair benefícios privados do controle, em detrimento dos demais acionistas.

Em estudo de 2004, comparando os sistemas societários de 39 países, DYCK e ZINGALES concluíram que o Brasil era o país em que o controlador tinha a maior capacidade de extrair benefícios privados do controle, levando a que o valor das ações integrantes do bloco de controle representassem, no período da pesquisa, nada menos que 65% do equity value, contra -4% no Japão⁶⁹. Na mesma linha, NENOVA conclui que um acionista controlador no Brasil, sendo titular de ações representativas de apenas 1/6 do capital da companhia, pode capturar até 1/3 da riqueza por ela gerada⁷⁰.

É inegável, portanto, a ausência no Brasil, dos anos 1940 a 2000, de um sistema adequado à proteção do interesse dos acionistas minoritários, causa apontada por LLSV⁷¹ como suficiente para o não desenvolvimento do mercado de capitais. Não se pode perder de vista, porém, que os fatores econômicos também foram cruciais para inviabilizar a consecução desse objetivo.

O sistema societário, inaugurado com a Lei das S.A. e com a Lei do Mercado de Capitais, de 1976, não pôde ser verdadeiramente testado quanto à sua capacidade de desenvolver o mercado de capitais, porque, logo em seguida, o país ingressou em período de severa instabilidade macroeconômica, caracterizado pela estagflação e pelo endividamento externo (década de 1980 e início da década de 1990). Esse quadro somente se alterou a partir de 1990, com as reformas estruturais que levaram à abertura comercial e financeira do país, à privatização e à estabilidade macroeconômica.

69 Cf. DYCK, A. e ZINGALES, L. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, v. 59, p. 537-600, 2004, p. 539: "Based on 412 control transactions between 1990 and 2000 we find that on average corporate control is worth 14 percent of the equity value of a firm, ranging from a -4 percent in Japan to a +65 percent in Brazil".

70 Cf. NENOVA, T. The value of corporate voting rights and control: a cross country analysis. *Journal of Financial Economics*, v. 68, p. 325-351, 2003.

71 Cf. LLSV. *Legal...*, cit., 1997.

A combinação de estabilidade macroeconômica, abertura comercial e financeira, menor participação do Estado na economia e expansão da liquidez e do fluxo de capitais em nível internacional criaram as condições econômicas básicas para o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Esse conjunto de motivos levou a que o Brasil passasse a ser visto pelos investidores, sobretudo internacionais, como um país com relevantes oportunidades de investimento.

Trata-se de um país com democracia consolidada, estabilidade macroeconômica, economia emergente e um mercado interno importante e em franca expansão. O Brasil carece de projetos de investimento em infraestrutura (v.g., ferrovias, estradas, portos, aeroportos, energia e telecomunicações) e uma vasta camada da população, que antes não tinha acesso ao mercado de consumo, passou a tê-lo⁷², gerando uma forte demanda por casas, automóveis, eletrodomésticos e outros bens de consumo. A existência de oportunidades de investimento e a abundância de liquidez e de recursos disponíveis no mercado financeiro mundial levaram a que os investidores passassem a olhar para o Brasil como um dos países prioritários em termos de investimento⁷³.

Ante essa convergência de fatores econômicos favoráveis, as instituições de mercado perceberam a possibilidade de captar esses recursos, para o que era indispensável, porém, o oferecimento de tutelas adequadas aos investidores⁷⁴. Tiveram, então, a autonomia necessária para regular o setor. Nesse sentido, a criação do Novo Mercado pela Bolsa de São Paulo constitui a resposta dos agentes privados a uma oportunidade clara: era preciso prover os investidores de uma lei adequada para que os investimentos em capitais passassem a ser realidade no Brasil.

Um fato externo veio, então, contribuir decisivamente para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: a edição do Sarbanes-

72 Cf. NERI, M. C. O lado..., cit., p. 25-27.

73 A pesquisa de 2010 da *United Nations Conference on Trade and Development – UNCTAD* –, que indica as perspectivas para o período de 2010 a 2012, apresenta o Brasil na terceira posição em termos de prioridade de investimento, depois apenas de China e Índia, tendo ultrapassado os Estados Unidos, que caiu para o quarto lugar (UNCTAD. *World Investment Prospects Survey 2010-2012...*, cit.).

74 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000.

-Oxley Act (SOX), de 30 de julho de 2002. Em resposta a uma sucessão de escândalos corporativos, dentre os quais se destaca o da Enron, que levou ao fim de uma das principais auditorias do mundo (a Arthur Andersen), foi editado o SOX nos Estados Unidos, aumentando substancialmente as exigências de transparência nas informações, os deveres e responsabilidade dos administradores e os requisitos de fiscalização e de auditoria aplicáveis às companhias com títulos negociados naquele país. As exigências do SOX elevaram sobremaneira os custos para as companhias abertas, inclusive, as brasileiras que emitiam ADRs negociados na Bolsa de Nova York⁷⁵. Com isso, o cross-listing deixou de ser para as companhias brasileiras uma saída fácil para contornar a debilidade do mercado de capitais interno. Era imperioso encontrar uma solução dentro de casa. E a resposta foi encontrada, como referido, no Novo Mercado, criado apenas 2 anos antes do SOX.

Quanto ao Novo Mercado, é interessante observar que, se o modelo da Lei das S.A. propiciou a consolidação de um sistema de capital concentrado com elevados benefícios privados para o controlador, por outro lado, foi estruturada de forma a permitir que as entidades do mercado tivessem a liberdade necessária para construir um modelo de proteção adequado aos investidores, por via da autorregulação.

A mesma lei que permite a emissão de ações preferenciais em limite elevado, por outro lado, não impede a constituição de companhias apenas com ações ordinárias. Da mesma forma, as exigências relacionadas à formação do conselho de administração, ao regime de fiscalização e de prestação de informações, ao direito de venda conjunta das ações em caso de alienação do controle, todas estabelecidas no Regulamento do Novo Mercado, eram regras compatíveis com o modelo adotado pela Lei das S.A. Também a definição da arbitragem como meio de solução de conflitos era passível de ser adotada, o que foi

75 Sobre os efeitos do SOX em relação ao cross-listing na Bolsa de Nova York, cf. HOWELL, J. ROE, M. Public and private enforcement of securities laws: resource-based evidence. *Journal of Financial Economics*, v. 93, p. 207, 2009; PIOTROSKI, J. e SRINIVASAN, S. Regulation and bonding: the Sarbanes-Oxley Act and the flow of international listings. *Journal of Accounting Research*, v. 46, p. 383-425, 2008.

corroborado e reforçado pela reforma de 2001, que incluiu previsão expressa a esse respeito⁷⁶.

Assim, a fonte de legitimidade das regras provenientes da autorregulação é, sem dúvida alguma, a Lei das S.A., que estabeleceu a estrutura básica da companhia e conferiu aos agentes privados a liberdade necessária para encontrar as regras mais adequadas ao seu crescimento e expansão.

Nesse aspecto, não há dúvida de que a Lei das S.A. e a Lei do Mercado de Capitais foram fundamentais para permitir a iniciativa de autorregulação e o conseqüente florescimento do mercado de capitais no Brasil, a partir da primeira década do século XXI. Se falhou em estimular ativamente a formação de companhias com regras de proteção adequada aos investidores, a Lei das S.A. foi extremamente feliz ao conferir aos empresários e às entidades do mercado a liberdade necessária para encontrar o modelo adequado à captação dos investimentos, no momento em que as condições econômicas do país tornaram-se favoráveis.

Em vista desses fatos, atribuir à criação do Novo Mercado, ou à melhora da disciplina jurídica, a causa exclusiva do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil a partir dos anos 2000 parece de todo inadequado. As condições econômicas são igualmente, ou mais, importantes. A verdade é que ambos os fatores precisam estar presentes para que o desenvolvimento ocorra. Não menos verdade é o fato de que, se os requisitos econômicos estão presentes, eles tendem a determinar a modificação da regulação jurídica. O movimento contrário – a lei transformar as condições econômicas – é mais difícil de ocorrer.

Como se viu, é nos anos 2000 que os pressupostos econômicos e jurídicos para o desenvolvimento do mercado de capitais convergem no Brasil. Em resumo: (i) no campo econômico, a abertura financeira e comercial do país, as privatizações, a estabilidade macroeconômica, o início de um novo ciclo de crescimento, a presença de um mercado financeiro internacional marcado pela liquidez de recursos e pelos fluxos de capital em nível global; (ii) no jurídico, a criação do Novo Mercado, que estabeleceu um conjunto mínimo de regras visto pelos

76 Art. 109, § 3º, Lei das S.A., acrescentado pela Lei nº 10.303/2001.

investidores internacionais e brasileiros como suficiente para prover proteção adequada a seus investimentos.

À medida que o mercado de capitais transformou-se num mecanismo efetivo para a captação de recursos de longo prazo e que diversas companhias brasileiras se serviram desse instrumento, criou-se um ciclo virtuoso. O acesso aos recursos do mercado permitiram a companhias brasileiras iniciar projetos de expansão, baseados, muitas vezes, na aquisição de outras empresas. Empresas que observavam um crescimento lento, orgânico, baseado em seus lucros acumulados, puderam dar um salto, em termos de capacidade de crescimento. Isso em virtude do fim da restrição ao financiamento que vigorou no Brasil por tantas décadas⁷⁷.

Assim, até certo ponto, foram superados os motivos de resistência à mudança, identificados por BEBCHUK em *A rent-protection theory of corporate ownership and control*⁷⁸. Os controladores brasileiros viram no ingresso do Novo Mercado condição necessária para captar recursos para financiar seus projetos de expansão e, em alguns casos, oportunidade de obter lucros mais elevados do que os benefícios privados do controle. As taxas de retorno dos investimentos podem mostrar-se mais interessantes ao controlador do que os benefícios privados do controle que poderia extrair, mantida a empresa numa dimensão menor.

Por outro lado, em algumas situações, o ingresso no Novo Mercado, antes que uma oportunidade, tornou-se uma questão de sobrevivência. O ingresso de concorrentes no Novo Mercado pode ser uma ameaça real à continuidade da empresa. Ao ter acesso a volumes expressivos de recursos para financiar projetos de expansão, o concorrente, com uma estrutura de capital mais sólida, pode iniciar movimento de consolidação do mercado, tornando a empresa que não se utilizou dessa ferramenta uma presa fácil. Nesse caso, o controlador deu-se conta de que sua possibilidade de extrair benefícios privados do controle poderia estar com seus dias contados. Esse é um dos motivos que

77 Cf. SIMONSEN, *Brasil...*, cit., 1972; ARIDA, P. et al. *Credit...*, cit., 2005; ROCCA *Soluções...*, cit., 2001; STUART. *Financiamento...*, cit., 2005.

78 Cf. BEBCHUK. *A rent...*, cit., 1999.

explicam a corrida de alguns setores inteiros da economia para o Novo Mercado, como ocorreu, por exemplo, com as empresas do setor imobiliário⁷⁹.

Aponta-se que o Novo Mercado, por se tratar de um regime facultativo, evitou as resistências do poder econômico estabelecido⁸⁰. Hoje, já não se pode tomar tal afirmação como verdade absoluta. As companhias que ingressaram no Novo Mercado estão entre as mais importantes e maiores do país. Essas companhias, agora, é que aprovam, ou não, modificações do Regulamento do Novo Mercado⁸¹. O seu poder pode ser, portanto, exercido diretamente, sem a necessidade de influenciar o Poder Executivo ou o Poder Legislativo, encarregados de reformar a lei.

A autorregulação do Novo Mercado, portanto, será testada em termos de capacidade de superar, ou não, o *Olson problem* nos próximos anos⁸². Mais do que isso, serão testados os limites da autorregulação como instrumento para assegurar o desenvolvimento do mercado de capitais no país. Um primeiro teste foi o projeto de reforma do Regulamento do Novo Mercado levado a efeito em 2010⁸³. Foi vetada, entre outras inovações, a regra que pretendia proibir as chamadas cláusulas estatutárias de *poison pill* e a que estabelecia um modelo uniforme de

79 Dentre as 113 companhias listadas no Novo Mercado, mais de 20 são do setor imobiliário. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/EmpresasListadas/BuscaEmpresaListada.aspx?indiceAba=2&seg=N&Idioma=pt-br>>. Acesso em: jan. 2011.

80 Cf. GILSON, HANSMANN e PARGENDLER. *Regulatory...*, cit., 2011.

81 Segundo o item 14.2(i) do Regulamento do Novo Mercado, suas modificações serão aprovadas desde que, em audiência restrita realizada com as companhias integrantes do segmento, não haja manifestação contrária expressa superior a 1/3 dos participantes da audiência restrita. Além disso, a modificação deve ser aprovada pela CVM (item 14.2(ii)).

82 Cf. GILSON, HANSMANN e PARGENDLER. *Regulatory...*, cit.

83 BM&FBOVESPA. *Minuta do Regulamento do novo Mercado, 2010*, submetida à audiência restrita das companhias listadas neste segmento. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/NM-Minuta-de-Regulamento-objeto-de-Audiencia-Restrita-06-Julho-2010.pdf>>. Acesso em: out. 2010.

oferta pública obrigatória com o objetivo de disciplinar aquisições de participações relevantes, como se verá em mais detalhe adiante⁸⁴.

Para finalizar, não se pode deixar de apontar a semelhança do atual momento brasileiro com aquele vivido pelos Estados Unidos, no final do século XIX⁸⁵.

No final do século XIX, os Estados Unidos não ofereciam proteção adequada aos investidores, sendo elevados os benefícios privados do controle. Não havendo uma lei societária federal, as companhias norte-americanas podiam transferir-se de Estado para Estado (ou de jurisdição para jurisdição), seduzindo cortes e legisladores. No período, como observa COFFEE JR.⁸⁶, mais importante do que a falta de uma lei societária adequada era a ausência de mecanismos que assegurassem o seu cumprimento, de modo a permitir aos minoritários a defesa efetiva de seus direitos. A lei norte-americana era favorável aos minoritários em muitos aspectos, mas, surgido o conflito, era comum que as companhias buscassem Estados com regras mais favoráveis aos seus interesses, que legisladores aprovassem emendas à lei para evitar a satisfação de direitos dos minoritários ou, ainda, que juízes fossem simplesmente subornados para decidir os conflitos. O nível de corrupção em litígios corporativos era elevado nos Estados Unidos daquela época⁸⁷.

84 Cf. MODÉ, L. Reforma do novo mercado fica pela metade. *O Estado de S. Paulo*, São Paulo, Caderno de Economia, 10 set. 2010. Disponível em: <http://www.estadao.com.br/estadaodehoje/20100910/not_imp607699,0.php>. Acesso em: jan. 2011. Ao término das discussões, o presidente do Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, Armínio Fraga, ex-presidente do Banco Central do Brasil, disse que sentiu “um pouco do Brasil velho” nas discussões.

85 A respeito do nascimento da dispersão do capital nos Estados Unidos, cf. COFFEE JR. *The rise...*, cit., 2001.

86 Cf. COFFEE JR. *The rise...*, cit., 2001.

87 Símbolo das batalhas judiciais deste momento histórico é o litígio envolvendo, de um lado, o grande empresário Vanderbilt e, de outro, o especulador Jay Gould, envolvendo o controle da Erie Railroad – conhecida como a *Scarlet Lady of Wall Street*. Vanderbilt conseguiu medidas judiciais contra as táticas utilizadas por Gould para evitar que ele assumisse o controle da companhia, mediante a aquisição de ações no mercado (basicamente, a venda a aliados,

Como o país, por outro lado, oferecia interessantes oportunidades de investimento e necessitava de elevado volume de capitais para a construção de ferrovias e, depois, para o desenvolvimento da indústria do aço, de automóveis e de telefonia, esse quadro precisava ser alterado. Os investimentos foram realizados com cerca de 40% de capitais europeus, investidos nos Estados Unidos via Londres que, à época, possuía um mercado financeiro mais sofisticado. A crescente demanda por esses capitais gerou a necessidade de estabelecer regras de proteção adequada aos investidores.

Essas regras advieram do trabalho dos banqueiros de investimento norte-americanos, como J. P. Morgan, preocupados em oferecer garantias aos investidores estrangeiros por eles representados, como também do papel ativo exercido pela Bolsa de Nova York. Desde o final do século XIX, a Bolsa de Nova York afirmou-se como a principal bolsa de valores norte-americana ao conquistar credibilidade junto ao público investidor, na medida em que estabelecia elevado nível de padrão de comportamento das companhias nela listada⁸⁸.

Vale dizer, um sistema de capital concentrado ineficiente foi gradativamente substituído por um sistema de capital disperso, com mecanismos efetivos de proteção aos investidores. Primeiro, surgiram os fatores econômicos – crescente demanda por capitais para o financiamento de projetos de desenvolvimento do país e a possibilidade de captação desses recursos junto a investidores estrangeiros. Depois, para viabilizar a captação desses recursos, a iniciativa dos agentes do mercado para criar regras adequadas de proteção aos investidores: banqueiros

com grandes descontos, de títulos conversíveis que, posteriormente, eram, de fato, convertidos de modo a diluir o poder de voto de Vanderbilt). Gould ignorou as ordens judiciais favoráveis a Vanderbilt, obtendo outras decisões judiciais em sentido contrário de juizes que conseguiu subornar. Finalmente, Gould logrou subornar um número suficiente de membros do legislativo de Nova York para aprovar uma reforma legislativa que legitimou as táticas por ele utilizadas. Cf. ROCK, E. Encountering the Scarlet Woman of Wall Street: speculative comments at the end of the century. *Theoretical Inquiries in Law*, v. 2, no 1, 2001. Disponível em: <<http://www.bepress.com/til/default/vol2/iss1/art8>>. Acesso em: jan. 2011.

88 Cf. COFFEE JR. *The rise...*, cit., 2001, p. 29-42.

de investimento e Bolsa de Nova York. Ou seja, a resposta veio, num momento inicial, pela via da autorregulação. Somente mais tarde, na década de 1930, com o crash da Bolsa de Nova York, o Estado norte-americano editou o *Securities Exchange Act*, intervindo no mercado de modo a regular as relações entre as companhias, seus administradores e o público investidor.

A semelhança com o atual processo de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil é de impressionar. O sistema brasileiro de capital concentrado com elevados benefícios para o controlador – que decorre menos da deficiência da Lei das S.A. e mais da ausência de mecanismos que assegurem um nível adequado do seu cumprimento – aos poucos dá lugar a um modelo diverso, que oferece maior proteção aos investidores. O movimento de transformação derivou, primeiro, da estabilidade macroeconômica. Segundo, da crescente demanda por capitais para financiar as inúmeras oportunidades para desenvolver empreendimentos econômicos rentáveis no país. Terceiro, da disponibilidade de recursos para investimento, sobretudo, no mercado financeiro internacional. Quarto, da iniciativa da Bolsa de São Paulo de criar regras de listagem capazes de oferecer proteção adequada aos investidores.

Em conclusão, a convergência de fatores econômicos favoráveis e a experiência de autorregulação levaram ao surto de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nos anos 2000, a despeito dos mecanismos de resistência do modelo anterior de capital concentrado, com elevada extração de benefícios privados pelo controlador⁸⁹.

O processo de transformação está, porém, apenas no seu início. Resta saber que rumos o país seguirá⁹⁰. Estaria o Brasil na direção da

89 Cf. ROE e BEBCHUK. *A theory...*, cit., 1999; BEBCHUK. *A rent...*, cit., 1999; LLSV. *Legal...*, cit., 1997; LLS. *Corporate...*, cit., 1999; ROE. *Political...*, cit., 2003; COFFEE JR. *The rise...*, cit., 2001.

90 Em escrito da década de 1920, Alceu Amoroso LIMA, o Tristão de Ataíde, assinalou (Política e letras. In: CARDOSO, V. (Org.). *À margem da história da República*. Brasília: Câmara dos Deputados e Editora Universidade de Brasília, 1981, t. 2, p. 51): “Foi se vendo pouco a pouco – e até hoje o vemos ainda com surpresa, por vezes – que o Brasil se formara à avessas, começara pelo fim. Tivera Coroa, antes de ter Povo. Tivera parlamentarismo, antes de ter eleições. Tivera escolas superiores, antes de ter educação popular. Ti-

dispersão do capital e de um modelo societário semelhante ao dominante nos Estados Unidos ou no Reino Unido?

Ainda que a resposta seja negativa, é fato que o desenvolvimento do mercado de capitais implicou a mudança da estrutura da propriedade de parte das companhias brasileiras, o que é suficiente para exigir uma modificação profunda da regulação societária. É do que se cuidará nos próximos tópicos.

vera bancos, antes de ter economias. Tivera artistas, antes de ter arte. Tivera conceito exterior, antes de ter consciência interna. Fizera empréstimos, antes de ter riqueza consolidada. Aspirara a potência mundial, antes de ter a paz e a força interior". Espera-se que o futuro próximo das companhias brasileiras seja no sentido do seu desenvolvimento e que não se venha a concluir, mais à frente, que o Brasil viveu um surto de desenvolvimento do mercado de capitais, em vez de progredir no caminho de ter empresas baseadas efetivamente no espírito de cooperação e de associativismo econômico.