

Sociedades Anônimas

Coordenadores

Maria Eugênia Reis Finkelstein
José Marcelo Martins Proença

Autores

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti
Armando Rovai
Arthur Ridolfo Neto
Cláudio Finkelstein
Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
José Marcelo Martins Proença
Márcio Tadeu Guimarães Nunes
María del Pilar Galeote Muñoz
Maria Eugênia Reis Finkelstein
Mario Engler Pinto Junior
Otavio Yazbek

3ª edição

Yazbek Advogados



1 5 4 8



Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP
CEP 05413-909

PABX: (11) 3613 3000
SAC: 0800 011 7875

De 2ª a 6ª, das 8:30 às 19:30
www.editorasaraiva.com.br/contato

Direção editorial Luiz Roberto Curia

Gerência executiva Rogério Eduardo Alves

Gerência editorial Thais de Camargo Rodrigues

Assistência editorial Daniel Pavani Naveira

Coordenação geral Clarissa Baraschi Maria

Preparação de originais Maria Izabel Barreiros Bitencourt Bressan e
Ana Cristina Garcia (coords.)
Adriana Maria Cláudio

Arte e diagramação Claudirene de Moura Santos Silva

Revisão de provas Amélia Kassis Ward e
Ana Beatriz Fraga Moreira (coords.)
Amanda Maria de Carvalho Anhoque
Auriana Malaquias

Produção editorial William Rezende Paiva

Serviços editoriais Elaine Cristina da Silva
Kelli Priscila Pinto
Maniã Cordeiro

Produção gráfica Mati Rampim

Impressão Mark Press Brasil

Acabamento Mark Press Brasil

ISBN 978-85-02-22729-3

Direito societário : sociedades anônimas / Maria
Eugênia Reis Finkelstein, José Marcelo Martins Proença,
coordenadores. — 3. ed. — São Paulo : Saraiva, 2014. —
(Série GVlaw)

Vários autores.

Bibliografia.

I. Direito empresarial - Legislação - Brasil I.

Finkelstein, Maria Eugênia Reis. II. Proença, José Marcelo
Martins. III. Série.

CDU-34:338.93(81) (094)

Índice para catálogo sistemático:

I. Brasil : Leis : Direito societário 34:338.93(81) (094)

Data de fechamento da edição: 4-6-2014

Dúvidas?

Acesse www.editorasaraiva.com.br/direito

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio
ou forma sem a prévia autorização da Editora Saraiva.
A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e
punido pelo artigo 184 do Código Penal.

102.168.003.001

965469

Aos alunos do Programa de Pós-Graduação
Lato Sensu da FGV DIREITO SP (GVlaw).

SUMÁRIO

<i>Prefácio</i>	15
<i>Apresentação</i>	17
<i>Nota dos Editores</i>	19

1 FUNÇÃO E IMPACTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO SISTEMA JURÍDICO E ECONÔMICO BRASILEIRO

Márcio Tadeu Guimarães Nunes

1.1 Introdução	25
1.2 Aos 30 anos, a Lei n. 6.404/76 está ultrapassada?.....	27
1.3 Responsabilidade dos controladores: a paradoxal relação entre dispersão acionária e função social	31
1.4 O impacto dos atalhos jurídicos no desenvolvimento do País	43
1.5 A autorregulação e o novo mercado	46
1.6 Considerações finais	51
<i>Referências</i>	54

2 DIREITOS E DEVERES DOS ACIONISTAS

José Marcelo Martins Proença

2.1 Introdução	61
2.2 Direitos dos acionistas	61

2.2.1 Direitos essenciais	61
2.2.2 Direito de voto	69
2.2.3 Acordo de acionistas	81
2.2.4 Suspensão de direitos	90
2.3 Deveres dos acionistas	90
2.4 Acionista controlador – deveres e responsabilidades	91
2.5 Representação	99
2.6 Considerações finais	99
<i>Referências</i>	101
3 AS COMPANHIAS ABERTAS – SUA CARACTERIZAÇÃO, AS VANTAGENS E AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL	
<i>Otávio Yazbek</i>	
3.1 Introdução	109
3.2 A definição de companhia aberta na Lei n. 6.404/76 e as suas raízes	110
3.2.1 Política econômica e legislação acionária a partir da década de 1960	112
3.2.2 A complexidade da companhia aberta e os conflitos de interesses	116
3.3 Mecanismos protetivos e soluções organizacionais nas companhias abertas	121
3.3.1 Regras e procedimentos referentes à prestação e uso de informações	124
3.3.2 Procedimentos excepcionais de mercado – as ofertas públicas	127
3.4 A decisão de abertura de capital e seus determinantes ..	131
3.5 Considerações finais	139
<i>Referências</i>	142

4 DAS AÇÕES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS COMO ORIGINADORAS DE OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

4.1 Introdução	151
4.2 Conceito de valor mobiliário	158
4.3 Das ações como geradoras de outros valores mobiliários ..	164
4.4 Considerações finais	189
<i>Referências</i>	190

5 ASSEMBLEIAS GERAIS

Maria Eugênia Reis Finkelstein

5.1 Assembleia geral	195
5.2 Cumulação de assembleias	201
5.3 Convocação	202
5.4 Presença	209
5.5 Mesa diretora da assembleia geral	212
5.6 Presenças obrigatórias em assembleia geral	213
5.7 Assembleia geral ordinária	214
5.8 Assembleia geral extraordinária	219
5.9 <i>Quorum</i>	221
5.10 Ata da assembleia geral	223
5.11 Considerações finais	224
<i>Referências</i>	224

6 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E AS JOINT VENTURES

Armando Rovai

6.1 Introdução	229
6.2 Da <i>joint venture</i>	230
6.3 Das sociedades anônimas	231

6.4 Da estruturação das sociedades anônimas.....	233
6.5 Das relações econômicas	237
6.6 Das formalidades da <i>joint venture</i> societária.....	238
6.7 Da multidisciplinaridade	244
6.8 Considerações finais.....	246
<i>Referências</i>	248

7 A CAPITALIZAÇÃO DA COMPANHIA

Mario Engler Pinto Junior

7.1 Delimitação do tema.....	255
7.2 A companhia como instrumento de organização jurídica da atividade econômica.....	255
7.3 A distinção entre companhia aberta e fechada.....	259
7.4 O conceito de capital social e outras figuras correlatas	260
7.5 O capital social como proteção dos credores.....	262
7.6 A variação posterior do capital social.....	263
7.7 A composição entre recursos próprios e de terceiros..	265
7.8 A captação de recursos de terceiros mediante endividamento.....	267
7.9 A fixação do capital social e a divisão em ações.....	269
7.10 O capital autorizado.....	270
7.11 O aumento de capital com emissão de novas ações....	271
7.12 O fundamento do direito de preferência.....	272
7.13 O direito de preferência na integralização em bens e capitalização de créditos	273
7.14 O direito de preferência na emissão de títulos societários conversíveis em ações	274
7.15 O aumento de capital por subscrição particular	275
7.16 O aumento de capital por subscrição pública.....	276
7.17 Os critérios para fixação do preço de emissão.....	279
7.18 Considerações finais.....	281

<i>Referências</i>	282
--------------------------	-----

8 AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

Arthur Ridolfo Neto

8.1 Introdução.....	287
8.2 Atividades empresariais e a contabilidade.....	289
8.2.1 Determinação de objetivos e estratégias corporativas	289
8.2.2 Obtenção de financiamentos	289
8.2.3 Investimentos.....	290
8.2.4 Atividades operacionais	290
8.2.5 Demonstrações contábeis e as atividades da empresa	292
8.3 Contas do balanço patrimonial – lançamento e avaliação	292
8.3.1 Metodologia de registro contábil.....	295
8.3.2 Contas do razão	297
8.3.3 Contas patrimoniais	298
8.4 Regime de caixa e de competência: noção introdutória.	298
8.5 Demonstração do resultado do exercício. Conceitos fundamentais de receitas, custos e despesas.....	299
8.6 Demonstrativo do fluxo de caixa.....	302
8.7 Relação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados do exercício.....	303
8.8 Apuração do resultado tributável.....	305
8.9 Considerações finais.....	310
<i>Referências</i>	311

9 ARBITRAGEM NO DIREITO SOCIETÁRIO

Cláudio Finkelstein

9.1 Introdução.....	315
9.2 Breves considerações sobre o instituto da arbitragem....	318

9.3 Direito societário: arbitragem e cláusula compromissória.....	319
9.4 A arbitragem nas sociedades limitadas.....	321
9.5 A arbitragem nas sociedades anônimas.....	324
9.6 A arbitragem em outros tipos societários.....	330
9.7 Considerações finais.....	331
<i>Referências</i>	332

10 DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE ANÔNIMA – O CASO LUIZ KIRCHNER

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti

10.1 Introdução.....	335
10.2 A decisão do TJ-SP.....	337
10.2.1 Apelação Cível.....	337
10.3 A decisão do STJ.....	338
10.3.1 Recurso Especial.....	338
10.3.2 Embargos de Declaração.....	339
10.3.3 Embargos de Divergência.....	339
10.4 Precedentes do STJ.....	340
10.5 Análise.....	343
10.5.1 Direito de recesso e hipóteses de dissolução na Lei das S/A.....	343
10.5.2 Sociedade de capitais <i>vs.</i> sociedade de pessoas.....	348
10.5.3 Princípio da preservação da empresa.....	351
10.6 Considerações finais.....	355
<i>Referências</i>	357

11 APUNTES SOBRE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA – REFERENCIAS AL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

María del Pilar Galeote Muñoz

11.1 Introducción.....	361
------------------------	-----

11.2 Características generales.....	361
11.2.1 Denominación.....	361
11.2.2 Domicilio social.....	362
11.2.3 Objeto social.....	362
11.3 Procedimientos para su constitución.....	362
11.4 Órganos sociales.....	367
11.4.1 Junta de accionistas.....	367
11.4.2 Órgano de administración.....	368
11.5 La importancia de la negociación con los trabajadores en el ámbito de la SE.....	370
11.6 Traslado del domicilio social de una SE.....	371
11.7 Un caso particular: transformación de una SE en SA.....	372
11.8 Cuentas anuales y régimen fiscal.....	373
<i>Bibliografía</i>	373

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

_____. **Curso de direito comercial**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

_____. O controle e a proteção dos acionistas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano XIII, v. 15/16, 1974.

SALOMÃO Filho, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2005.

WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 4, n. 11, p. 13-30, jan./mar. 2001.

3 AS COMPANHIAS ABERTAS – SUA CARACTERIZAÇÃO, AS VANTAGENS E AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Otávio Yazbek¹

Professor do GVlaw, Doutor em Direito Econômico pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – FDUSP, ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

¹ As interpretações e análises constantes do presente artigo são de responsabilidade do autor, não representando a posição de nenhuma instituição a que ele esteja vinculado.

3.1 Introdução

O presente trabalho tem por objeto a identificação das vantagens e desvantagens da abertura do capital, tema que, mais recentemente, voltou ao centro das atenções no Brasil. Como se verá, o atingimento desse fim envolve a compreensão da racionalidade do regime diferenciado que vige para tais companhias. Assim, serão apresentados, inicialmente, o conceito de companhia aberta, o contexto histórico em que ele surgiu e a complexidade que caracteriza essas sociedades. Na sequência, serão discutidas algumas das regras especificamente criadas para as companhias abertas, assim como os principais efeitos da abertura de capital.

Não raro se opta, em análises dessa natureza, por meramente contrapor as companhias abertas e as fechadas, apontando as especificidades estruturais e os procedimentos diferenciados de umas e de outras, conforme estabelecidos em diversos pontos da Lei n. 6.404, de 15-12-1976. Não é essa a linha que aqui se adotará, optando-se muito mais por uma descrição fundada na racionalidade dos dois modelos, que foge às technicalidades. Assim, a exposição parte da constatação de que a abertura de capital, ainda que aparentemente seja uma decisão acerca das fontes de financiamento da sociedade, tem efeitos organizacionais significativos, criando padrões diferenciados de relacionamento entre os agentes envolvidos. O regime legal das companhias abertas reflete tais padrões e procura estabelecer determinadas proteções para alguns daqueles agentes.

Essa parece ser, com efeito, a única forma de discutir a matéria. Trata-se de um enfoque coerente também com outro impor-

tante ponto que, ao final, se defenderá – longe de se caracterizar como espécie de gênero mais amplo, passível de subsunção a uma sistemática comum (ainda que formalmente isso seja verdade), o regime das companhias abertas remete a um tipo diferenciado, sujeito, pela sua conformação, pelas suas necessidades e pela sua relevância para a coletividade, a regras e procedimentos distintos dos que vigoram para as companhias fechadas. Nas companhias abertas se passa do direito propriamente societário para “*outro subsector normativo do sistema juscomercialista*”, o direito do mercado de capitais (Antunes, 2000, p. 116). Daí por que se impõe uma descrição que vá além da mera distinção formal entre os dois modelos.

Mesmo adotada essa linha, porém, cumpre iniciar por uma definição de companhia aberta, o que se fará inicialmente com base no art. 4º da Lei n. 6.404/76.

3.2 A definição de companhia aberta na Lei n. 6.404/76 e as suas raízes

O referido art. 4º daquele diploma estabeleceu, na sua versão original, que “*a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão*”. O parágrafo único do mesmo dispositivo, por sua vez, registrava que apenas os valores mobiliários emitidos por “*companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários*” poderiam ser distribuídos em mercado e negociados em bolsa ou balcão.

Ao assim dispor, a Lei n. 6.404/76 mudou o rumo que se vinha adotando até então para a definição de companhia aberta. O tema começara a ser tratado no Brasil, vale frisar, com o art. 59 da Lei n. 4.728, de 14-7-1965, que referia as “*sociedades de capital aberto*”, dizendo que o Conselho Monetário Nacional definiria as condições para a sua caracterização (o que se fez por intermédio das Resoluções CMN n. 106/68 e 176/71). Tais sociedades diferenciavam-se das “*companhias abertas*” aparecidas a partir da Lei n. 6.404/76, sobretudo por serem caracterizadas a partir de um cri-

tério material, o grau de dispersão dos títulos de sua emissão. A opção do diploma de 1976 foi rigorosamente distinta².

Assim, ao referir no *caput* as companhias abertas como aquelas que têm os valores mobiliários por elas emitidos “*admitidos à negociação*” em mercado, registrando, no § 1º, que apenas poderiam ser assim negociados os títulos de emissão de “*companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários*”, o art. 4º passou a definir tais companhias a partir daquela obrigatoriedade de registro³. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato. Ainda assim, há autores que interpretam o dispositivo de forma diversa, aproximando-se mais, em suas análises, do conceito que vigorava sob a Lei n. 4.728/65⁴.

O referido art. 4º foi aprimorado, mais recentemente, com a promulgação da Lei n. 10.303/2001, que, atendendo a novas necessidades ou meramente promovendo atualizações, trouxe algumas importantes alterações. Este último diploma não apenas modificou

² Para referências ao regime anterior e às dificuldades na migração para o novo modelo, cf. as considerações de Carvalho (1997, p. 29 e s.), Borba (2004, p. 145 e s.) e Teixeira e Guerreiro (1979, p. 110 e s.).

³ Que, ainda hoje, é regulamentado pela Instrução CVM n. 202/93, objeto de diversos projetos de mudança e de seguidas discussões nos últimos anos.

⁴ Como defende Modesto Carvalho, ao asseverar que “*A lei estabelece que a partir da negociação no mercado de quaisquer valores mobiliários de sua emissão será a companhia considerada aberta*”, destacando, pouco depois, que “*Consequentemente, não há qualquer necessidade de prévio ou mesmo posterior reconhecimento formal dessa condição. Verificando-se qualquer negociação com valores mobiliários de sua emissão, por meio das instituições integrantes do mercado de Bolsa ou de balcão, estará ela incluída na categoria de companhia aberta...*” (Carvalho, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1, p. 37). Tal posição é partilhada por Teixeira e Guerreiro (1979, p. 111). Em sentido distinto, cf., em especial, Borba (2004, p. 147), Costa (1980, p. 124) e Trindade (2002, p. 305). É interessante destacar que a maior parte dos autores passa pelo tema sem dedicar maior atenção a essa diferenciação entre um conceito material e um conceito formal de companhia aberta, malgrado ela seja não apenas polêmica, como se pode ver do trecho acima transcrito, como também essencial para a adequada caracterização das companhias abertas.

a redação do *caput* do art. 4º e do parágrafo único (agora tornado § 1º), colocando “*mercado de valores mobiliários*” no lugar de “*Bolsa e balcão*” (o que é mudança mais de forma que de conteúdo⁵), como incluiu outros dispositivos, versando: sobre a necessidade do registro das distribuições públicas, além do registro das companhias (§ 2º, que replica o que já constava do art. 19 da Lei n. 6.385, de 7-12-1976)⁶; sobre a possibilidade de outorga de registros diferenciados para as companhias abertas, pela Comissão de Valores Mobiliários (§ 3º), reconhecendo que o mercado pode (e tende a) demandar instrumentos com perfil diferenciado; e sobre a realização de oferta pública para o cancelamento do registro de companhia aberta e algumas questões correlatas (§§ 4º, 5º e 6º e art. 4º-A e parágrafos, incorporando ao diploma matéria que, antes, constava apenas de regulamentação). Como se pode ver, não foi alterada a definição de companhia aberta. Tampouco mudou o peculiar regime que se lhes aplica.

Já a obrigatoriedade de realização de registros, para a companhia e para as distribuições públicas de valores mobiliários, demonstra alguns aspectos daquele regime, assim como a natureza das diferenciações entre companhias abertas e fechadas. Uma análise, ainda que breve, dessa sistemática, intimamente relacionada às finalidades econômicas das companhias abertas e à sua estrutura, demanda, antes de mais nada, a exploração do contexto em que se promulgou a Lei n. 6.404/76.

3.2.1 Política econômica e legislação acionária a partir da década de 1960⁷

A Lei n. 6.404/76 está diretamente relacionada à nova forma

⁵ Ainda que, em especial hoje, ajude a fugir de algumas zonas cinzentas existentes nas caracterizações de mercado de bolsa e de mercado de balcão, como se pode ver em Yazbek (2006).

⁶ O registro das distribuições é, hoje, regulamentado pela Instrução CVM n. 400/2003, que unificou diversos regimes, antes dispersos em outros normativos.

⁷ A descrição que se segue é, em larga medida, baseada em Yazbek (2007, p. 259 e s.)

de enxergar o processo de desenvolvimento econômico que passou a vigorar no Brasil a partir do golpe militar de 1964. Muda, àquela época, a orientação geral das políticas desenvolvimentistas no País.

De acordo com o novo modelo, contraposto ao ideário estruturalista até então dominante, desenvolvimento econômico estava, em grande parte, relacionado a desenvolvimento financeiro, ou seja, desenvolvimento das estruturas de captação e de alocação de recursos, em um movimento que se convencionou chamar de “*financial deepening*” (Andrezo e Lima, 2002, p. 13). As políticas implantadas a partir de então procuravam, essencialmente, criar, no quadro de relações econômicas então existentes, uma dimensão propriamente financeira, capaz de atender a necessidades econômicas concretas, em especial no que tange a novos meios e instrumentos de financiamento. Vale lembrar que, até então, o financiamento às atividades empresariais encontrava sérias restrições no pouco refinamento do mercado (ao qual se aplicava ainda a Lei da Usura) e nas altas taxas de inflação, restringindo-se, no mais das vezes, ao financiamento bancário, em suas modalidades mais simples.

Foi ante esse quadro e não sem diversas polêmicas que se acabou por promulgar, em 31-12-1964, a Lei n. 4.595, que “*dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências*”, suprimindo um vácuo (hoje quase que incompreensível) ao criar, além do CMN, o Banco Central do Brasil, e ao definir instituição financeira (não de forma inequívoca, frise-se), delimitando os moldes em que se deveriam desenvolver as atividades financeiras, especialmente as de cunho bancário.

Porém, a criação de um mercado financeiro e de capitais eficiente não podia restringir-se meramente à reorganização (ou organização, seria melhor dizer) do sistema bancário e à criação de seus órgãos de gestão, até porque os bancos comerciais típicos apenas são capazes de prover determinadas modalidades de crédito, usualmente por prazos reduzidos e a custos mais elevados. Cumpria,

assim, estimular os investimentos de médio e de longo prazo, com o desenvolvimento do mercado de capitais⁸.

Foi o que se procurou com a promulgação da Lei n. 4.728/65, chamada informalmente de “lei de modernização do mercado de capitais”. O novo diploma, que, como se viu, referia as sociedades de capital aberto, embriões das atuais companhias abertas, fez mais, havendo transformado radicalmente a natureza das práticas bursáteis e de intermediação, ainda sob a competência do Banco Central⁹. Ao lado dessas medidas, foram criados, ainda, incentivos fiscais à abertura de capital, o que trouxe diversas companhias ao mercado já no final da década de 1960¹⁰.

O passo seguinte para o estímulo do mercado de capitais, ante a obsolescência do regime acionário então vigente, contido no Decreto-Lei n. 2.627, de 26-9-1940, era a elaboração de um novo regime para as sociedades que optassem por captar recursos de longo prazo junto ao grande público – um regime não apenas mais moderno, mas que também ajudasse a atrair os potenciais investidores, pela criação de instrumentos adequados e de um regime mais protetivo¹¹.

A despeito da coerência entre essas intenções e o projeto de desenvolvimento que então se implementava, a tramitação do pro-

⁸ Cf., por exemplo, para a distinção entre mercado bancário (ou mercado financeiro em sentido estrito) e mercado de capitais, Mosquera (1999, p. 259).

⁹ Para a gênese do diploma, assim como para as discussões a ele concernentes, cf. Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 123) e Trindade (2002, p. 302). Para os problemas de caracterização das atividades de bolsa e de mercado de balcão, cf. as considerações de Yazbek (2006).

¹⁰ Esse movimento é bem descrito por Silva (2002, p. 119).

¹¹ Para algumas das sugestões aventadas para a reforma do regime acionário então vigente, tendo em vista a obsolescência das regras em vigor e a necessidade de estímulo ao mercado de capitais, cf. Banco Interamericano de Desenvolvimento (1971, p. 191 e s.).

jeito de lei que tratava da matéria (e que veio a se transformar na Lei n. 6.404/76) foi problemática, sendo marcada por longos debates, que não apenas atrasaram a sua promulgação como também se estenderam por muito tempo após tal promulgação, matizando a aplicação do novo diploma¹². Praticamente ao mesmo tempo foi promulgada a Lei n. 6.385/76, que reformulou os mecanismos de regulação de mercado, havendo criado a Comissão de Valores Mobiliários e disposto sobre a sua atuação – se a primeira foi fruto de longas discussões, esta última veio atender a demandas mais imediatas, ante uma série de problemas ocorridos no mercado brasileiro no início da década de 1970.

Fruto desse ambiente, a lei acionária, ao lado da evidente modernização, apresentou também soluções “de compromisso”, incorporando outras questões, que alteraram aqueles fins originalmente almejados. O que deveria ser um diploma próprio para as companhias abertas tornou-se uma lei aplicável também às fechadas, em um regime que combina dispositivos básicos para as duas com a declaração, a cada ponto, dos regimes excepcionais.

Posteriormente, como já referido, a Lei n. 6.404/76 foi submetida a mudanças que, se não alteraram a definição de companhia aberta, modificaram alguns regimes intimamente relacionados a tais sociedades. Um exemplo reside na Lei n. 9.457/97, que, visando facilitar os processos de privatização, retirou determinados direitos dos acionistas minoritários, em um movimento que, naquele momento, parecia contradizer as tendências mundiais¹³.

A Lei n. 10.303/2001 veio especialmente como reação a tais alterações, incorporando ao regime legal novas regras protetivas dos

¹² Para uma descrição mais detalhada dos debates que acompanharam a promulgação da nova legislação acionária, cf. Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 128 e s.) e Costa (1980, p. 14). Para a crítica aos resultados, que teriam acabado por refletir a “*involução do sistema político*” então vigente, cf. Carvalhosa (1997, p. XLVII).

¹³ Para a crítica às inovações da Lei n. 9.457/97, cf., dentre outros, Yazbek (2000b).

investidores de mercado. Os novos dispositivos são, assim, responsáveis pela incorporação ao sistema societário brasileiro de uma série de demandas relacionadas aos modernos movimentos de governança corporativa¹⁴. O ideário que se encontra na raiz de tais movimentos servirá, na sequência, para ilustrar a descrição mais detalhada do regime vigente para as companhias abertas. Com efeito, como a seguir se verá, é na multiplicidade de agentes que integram, de forma direta ou indireta, o conjunto de relações daquelas companhias e nas assimetrias informacionais que ganham corpo especialmente em tais sociedades que se encontra a lógica para a sua regulação. O próximo tópico tratará de tais questões.

3.2.2 A complexidade da companhia aberta e os conflitos de interesses

Se, como acima se viu, as companhias abertas são objeto de especial atenção pela sua inequívoca importância no processo de financiamento das atividades empresariais – motivo pelo qual elas estão inexoravelmente ligadas, no Brasil e em outros países, ao ideário desenvolvimentista –, as razões para a regulação de suas atividades não se esgotam em uma dimensão, por assim dizer, de política econômica. Concretamente, o regime daquelas companhias está ainda diretamente relacionado à sua estrutura complexa, à ampla gama de interesses que convergem sobre a macroempresa.

Para melhor compreensão de tal quadro, deve-se retomar a definição de companhia aberta, agora deixando de lado, deliberadamente, as questões formais e dando especial destaque para as feições econômicas do instituto. Genericamente, financiamento é o processo pelo qual a sociedade é suprida de capital financeiro¹⁵.

¹⁴ Cf., quanto ao ideário e aos debates que envolveram a promulgação desses novos diplomas, Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 1 e s.) e Silva (2002, p. 120 e s.).

¹⁵ O presente parágrafo e os seguintes se baseiam na descrição de Pedreira (1989, p. 385 e s.).

Para tanto, as empresas podem recorrer a diversas possibilidades, sendo que as sociedades abertas são aquelas que optam: (i) pelo reforço do capital próprio, com a distribuição pública de suas ações (naturalmente, aqui não se está falando das distribuições secundárias, feitas pelos próprios detentores dos títulos, mas sim das emissões feitas diretamente pela companhia), ou (ii) pelo endividamento por intermédio da emissão de debêntures ou de outros títulos de dívida (geralmente *commercial papers*¹⁶), também publicamente distribuídos. No mais das vezes, tais companhias buscam financiamento de mais longo prazo.

A principal distinção entre os títulos de dívida e os títulos de participação reside na natureza do vínculo que em cada modalidade se constitui entre os investidores e a sociedade beneficiária dos recursos. No caso das ações, seus adquirentes financiam a atividade empresarial pela aquisição de uma participação, assumindo também, dessa maneira, os riscos do negócio – o capital assim obtido, de acordo com Libonati (1999, p. 210), será “*capitale de rischio*”. No caso das obrigações (para usar um termo comum em vários países), o aporte se dá sob a forma de relação de crédito, assumindo o investidor a posição de credor da sociedade (tratando-se, então, de “*capitale de credito*”). Essa distinção remete à contraposição, fundamental em muitos debates sobre matéria financeira, entre *equity* e *debt*, de onde nasce a questão da escolha da mais adequada estrutura de capital (*optimal capital structure*)¹⁷.

¹⁶ Os *commercial papers*, referidos na Lei n. 6.385/76 como “notas comerciais” ou, em outros instrumentos, como “notas promissórias”, foram criados pela Resolução CMN n. 1.723/90, regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários, e apenas com a Lei n. 10.303/2001, incluídos na relação constante do art. 2º da Lei n. 6.385/76 (inciso VI).

¹⁷ Uma vez que alguns autores apontam a irrelevância da proporção entre endividamento e capital próprio, enquanto para outros ela apresenta efeitos diversos, inclusive se refletindo nas perspectivas de captação de recursos da companhia. A primeira linha é defendida por Modigliani e Miller (1980), por exemplo, que em

Além de envolver questões financeiras (e também determinadas “sinalizações” enviadas aos participantes do mercado), tal dicotomia apresenta uma dimensão política. Com efeito, os diferentes prestadores de recursos não raro têm interesses contrapostos, daí advindo conflitos de interesses e problemas de *agency*¹⁸. Esses problemas estão imbricados em um quadro que se caracteriza pela existência de assimetrias informacionais diversas, ou seja, de discrepâncias na distribuição de informações entre os agentes que, malgrado típicas de arranjos complexos, vulnerabilizam aqueles que dispõem de menos dados, em contraposição aos demais (os *insiders*, como se verá).

Embora fuja aos limites deste trabalho analisar o conteúdo de cada título e o leque de direitos e deveres decorrentes de sua propriedade, pode-se traçar um breve quadro de alguns dos interesses que podem contrapor-se, das mais diversas maneiras, em situações concretas¹⁹. Assim, é possível imaginar quão diferentes são

1958 publicaram um *paper* em que se sustentava que a relação entre *equity* e *debt* não teria maior relevância. As polêmicas que antecederam e que sucederam o trabalho dos dois autores são relatadas por Bernstein (1992, p. 149 e s.). Cf., ainda, as referências trazidas por Myers (1998, p. 111 e s.). Para uma análise das opções de empresas em países emergentes em matéria de estrutura de capital, cf. Glen e Pinto (1994).

¹⁸ Em linhas gerais, problemas de *agency* tendem a surgir sempre que, em razão de qualquer forma de delegação de poderes para que alguém atue em nome ou em benefício de terceiros (ou seja, como *agent*), o detentor de tais poderes passe a dispor de uma posição privilegiada. Essa posição pode levar a um aumento dos conflitos de interesses entre o *agent* e seus constituintes, uma vez que estes acabam por se tornar, em certa medida, hipossuficientes. É o que ocorre, por exemplo, com os administradores das companhias ou mesmo com seus controladores em relação aos demais acionistas. Situações dessa natureza são analisadas mais detalhadamente por Barnea, Haugen e Senbet (1985, especialmente p. 41 e s.).

¹⁹ Um exercício nesta linha, ainda que de escopo mais limitado do que o esboço ora apresentado, contrapondo acionistas e administradores e acionistas de diversas classes, entre si, é apresentado por Garrigues (1971, p. 57 e s.).

as posições de acionistas controladores e de minoritários; de detentores de ações de diferentes espécies (ordinárias ou preferenciais) e classes; de detentores de ações em circulação no mercado e de detentores de ações não distribuídas; de debenturistas que detenham títulos de séries distintas, com diferentes privilégios e garantias (passíveis ou não de conversão em ações), entre si ou à medida que podem ser afetados por deliberações dos acionistas (ou afetar eles mesmos decisões da companhia²⁰) etc. Ao lado dessas situações podem-se, em um exercício dessa ordem, colocar também os detentores das citadas notas comerciais (instrumentos que, apesar de também incorporarem uma relação de crédito, apresentam perfil distinto do das debêntures e estão relacionados a posições políticas ainda distintas).

Como se pode ver, todos esses agentes são, a rigor, detentores de posições potencialmente conflituosas umas em relação às outras, em diversas combinações possíveis – combinações que têm tido seus efeitos tornados mais transparentes pelo crescimento, nos últimos anos, do peso dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, de investimento, sociedades seguradoras, entre outros), que administram recursos em maiores volumes e de forma profissional e que, ao contrário do que ocorre com os investidores pessoas físicas, procuram intervir nas atividades da sociedade ou sobre elas exercer determinados controles (o que se encontra na

²⁰ E, para demonstrar essa posição dos debenturistas, basta remeter à análise de Fábio Konder Comparato, que aponta, no endividamento por meio da emissão de tais títulos, uma das hipóteses clássicas de possível constituição de controle externo. Nesse sentido, “*tratando-se de crédito privilegiado e geralmente de montante elevado, o empréstimo debenturístico pode tornar a companhia emitente subordinada à influência dominante da massa de debenturistas, notadamente quando precária a situação financeira da devedora*” (Comparato, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977. p. 65). No contexto deste artigo a exposição acaba por remeter também à constituição de uma posição efetivamente política para os debenturistas, como aqui se quer demonstrar.

raiz dos movimentos de governança corporativa, que adiante se referirá).

Da mesma maneira, se a companhia aberta é, a rigor, macro-empresa, de administração profissional e com certo grau de autonomia em relação aos seus controladores, presume-se que os administradores (diretores e também membros do conselho de administração) tendem a ser também detentores de interesses próprios (e a casuística norte-americana, em especial no que tange às famosas *take-over battles*, comprova o fato) – interesses estes cumulado com a sua posição privilegiada, que lhes facilita a obtenção de informações antecipadamente.

Por fim, também pelo porte das empresas ou pela sua relevância na implementação de determinadas políticas, parcelas da comunidade podem, direta ou indiretamente, ter interesses diversos no deslinde de suas atividades – aqui caberia relacionar não apenas os trabalhadores vinculados à unidade empresarial, como também outros grupos, de perfil bastante distinto –, as instituições bancárias que com elas mantêm algum relacionamento, fornecedores, produtores, comunidades locais ou mesmo o próprio Estado, por exemplo.

Naturalmente, tal esboço vai além da dimensão meramente societária (de maior interesse para o presente trabalho), e, mesmo nessa dimensão, acaba por exagerar alguns aspectos. Ainda assim, ele é útil para demonstrar por que, nos últimos decênios (e na raiz dos movimentos de governança corporativa, como já se referiu), os acionistas propriamente ditos (os *shareholders*) deixaram de ser o único objeto de atenção das sociedades, surgindo uma nova figura, a dos chamados *stakeholders*, aqueles que dispõem de interesses outros, ainda assim válidos perante a sociedade e que, por isso mesmo, tendem a receber, em alguma medida, proteção estatal. Vale destacar que, pela própria natureza de muitos desses agentes, nem sempre a tutela de alguns daqueles interesses é feita por via exclusivamente societária, o que não chega a reduzir a validade da ex-

posição – afinal, no caso de boa parte deles, as proteções são incorporadas em legislação acionária ou de mercado de capitais²¹.

3.3 Mecanismos protetivos e soluções organizacionais nas companhias abertas

As companhias abertas dispõem, em razão daquela estrutura acima esboçada, ou seja, por se apoiarem em mecanismos de captação de recursos em mercado, de agentes em alguma medida hipossuficientes (uma vez que não se trata de pessoas que participam do dia a dia da companhia e que não têm como monitorar suas atividades de maneira ativa), de alguns mecanismos e procedimentos específicos, que também as diferenciam das companhias fechadas. Tais mecanismos serão brevemente referidos na presente sessão, divididos em dois grandes campos – o das regras que versam sobre prestação e uso de informações, centrais na regulação do mercado de capitais, e o dos procedimentos que excepcionam a dinâmica comum de mercado, como as ofertas públicas.

Antes da descrição de tais instrumentos, vale fazer duas ressalvas. A primeira é a de que, inequivocamente, esses dois campos que se procurará descrever não esgotam as especificidades que a legislação estabelece para as companhias abertas. Naturalmente, todos os dispositivos da Lei n. 6.404/76 que tratam de tais companhias são fundados em necessidades típicas da modalidade e nos fins que se procurava atingir, e todos eles descrevem e caracterizam, também, as companhias abertas. Na presente exposição, optou-se por um corte, com a descrição de dois campos considerados sufi-

²¹ Para uma descrição desse movimento de complexificação e de seu progressivo reconhecimento, cf. Charlton (1985). Para a descrição de alguns dos principais *stakeholders*, em uma dimensão mais societária e com base nas teorias econômicas originadas a partir de Ronald Coase, cf. Saddi (2007, p. 347 e s.). Vale remeter, também, ao esquema apresentado por Blair (1995, p. 47).

cientemente relevantes para descrever a racionalidade da legislação e da regulação vigentes²².

A segunda ressalva diz respeito a um outro ponto, há pouco tornado igualmente importante para o reconhecimento do regime das companhias abertas – é a questão da governança corporativa. Como esclarece Blair (1995, p. 3), a despeito de a maior parte das discussões sobre o tema dizer respeito à estrutura e ao funcionamento do Conselho de Administração da companhia e aos direitos e prerrogativas dos acionistas no processo de tomada de decisões, essa é uma visão por demais restritiva. Governança corporativa pode ser compreendida, muito mais adequadamente, como um amplo conjunto de arranjos jurídicos, culturais e institucionais que determina (i) o que as companhias abertas podem fazer, (ii) quem as controla, (iii) como esse controle é exercido e (iv) como os riscos e resultados das atividades das companhias são alocados²³.

²² Serra (1993, p. 575), em sua análise sobre as diferenças entre o regime tipicamente societário e as regras específicas aplicáveis às companhias abertas, opta, também, por referir esses dois pontos como caracterizadores da disciplina destas últimas.

²³ Nas palavras da autora, ainda na introdução de seu trabalho, “*The phrase corporate governance is often applied narrowly to questions about the structure and functioning of boards of directors or the rights and prerogatives of shareholders in boardroom decision-making. In this book, I adopt a much broader view of corporate governance, one that refers to the whole set of legal, cultural, and institutional arrangements that determine what publicly traded corporations can do, who controls them, how that control is exercised, and how the risks and returns from the activities they undertake are allocated*” (Blair, Margaret M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995. p. 3). O próprio uso do termo “governança”, a bem da verdade, já sinaliza tal orientação. No debate contemporâneo em torno dos mecanismos de implementação de políticas públicas e das formas de atuação estatal, tal termo vem, não raro, contrastado a “governabilidade”, categoria sociológica típica dos debates da década de 1970, que diz respeito muito mais “às condições do exercício da autoridade política”, estando focado sobretudo no Estado e nos instrumentos estatais de criação e

O advento da governança corporativa está relacionado ao ganho de importância, em especial nas últimas duas décadas, dos investidores institucionais como principais adquirentes dos títulos negociados no mercado de capitais. Tanto em razão de sua especialização (por se tratar de investidores profissionais, como já se referiu anteriormente) quanto pelos volumes concentrados em suas mãos, tais agentes atuam de forma distinta daquela tipicamente adotada pelos acionistas individuais, dispersos no mercado, atomizados e geralmente ausentes das grandes discussões negociais e societárias (até porque, vale destacar, incapazes de intervir ou inábeis para tanto) – conforme a imagem consagrada por Milton Berle e Gardiner Means ainda na década de 1920²⁴. Nesse sentido, o advento dos investidores institucionais teria gerado, como destaca Brancato (1997, p. 81 e ss.), uma espécie de “ativismo acionário” (*shareholder activism*), com o aumento da demanda por melhores práticas na organização das companhias e mesmo no desenvolvimento de suas atividades²⁵ – demandas que transcendem em muito a criação de salvaguardas formais.

implementação de políticas (Melo, 1995, p. 30). Nesse sentido, “governança” passa a remeter a requisitos de bom governo, trazendo um conjunto mais amplo de interações do que anteriormente se vislumbrava. Para referências ao contexto de surgimento dos debates sobre governança corporativa, cf. Yazbek (2000b, p. 106), e, em uma análise mais aprofundada, Brancato (1997, p. 81 e s.).

²⁴ Para uma discussão sobre alguns dos efeitos do trabalho precursor de Berle e Means, em especial no que tange ao reconhecimento da ascensão do controle gerencial nas grandes companhias (fruto quase que necessário do absentismo dos acionistas), assim como sobre os efeitos de tal visão para os debates que se seguiram, acerca da responsabilidade dos administradores, do reconhecimento dos *stakeholders* e da temática da governança corporativa de um modo geral, cf. Charlton (1985, p. 7 e s.). A referência clássica no Brasil para tratar do controle gerencial é Comparato (1977, especialmente p. 49 e s.).

²⁵ Para usar, de forma adaptada, a imagem de Hirschman (1973, em especial p. 16 e s.), originariamente aplicada à análise de movimentos de defesa do consumidor,

Dessa maneira, a despeito de, no Brasil, os debates sobre governança corporativa estarem muito ligados a alterações legais (ou seja, à criação daquelas salvaguardas formais), em especial em razão do contexto em que foi discutida e aprovada a Lei n. 10.303/2001, a matéria não diz respeito propriamente ao regime legal das companhias. Assim, uma vez reconhecida a sua importância, pode-se reconhecer também seu caráter incidental nesta sessão e, em uma opção de ordem metodológica, deixá-la de lado neste momento. Cumpre então passar à apresentação daqueles dois elementos distintivos daquelas companhias – os regimes informacionais diferenciados e os mecanismos extramercado de proteção de interesses.

3.3.1 Regras e procedimentos referentes à prestação e uso de informações

Dada a reconhecida importância das companhias abertas no processo econômico contemporâneo, assim como a estrutura de relacionamentos, conflitos de interesses e assimetrias informacionais já brevemente descrita, essas sociedades geralmente têm seu caráter privatístico relativizado, sendo-lhes impostos regimes interventivos em graus distintos – hoje, a regulação de tais atividades, na maior parte dos países, tende a se basear no modelo norte-americano, apoiado no princípio do *full disclosure*. Por esse modelo, não se chega a intervir no mérito das relações negociais e nos procedimentos internos da companhia, estabelecendo-se apenas a obrigatoriedade de prestação de informações relevantes,

aqueles investidores institucionais deixaram de utilizar a sua “opção de saída” (até porque, movimentando volumes mais elevados, tal opção não se mostrava nem mesmo plenamente factível, não sendo o mecanismo de mercado, assim, hábil para permitir a proteção de seus interesses), passando a recorrer a uma “opção de voz”, com a formulação de suas demandas e a adoção de uma postura militante, reforçada pelo seu peso no mercado.

aos participantes do mercado, por uma série de mecanismos considerados hábeis²⁶.

Trata-se, como se pode ver, de uma maneira de reduzir as assimetrias informacionais, obrigando aqueles que sejam considerados *insiders* (os administradores e os controladores, em especial) a suprir a opacidade típica de organizações complexas, dando aos investidores – de maneira uniformizada – a possibilidade de, em tempo hábil, reagir às novas informações.

No sistema brasileiro, mecanismos de *disclosure*, em níveis e com finalidades distintas, estão presentes em diversos pontos da legislação e da regulamentação, para administradores ou controladores da companhia. Podem-se apontar, a título de exemplo, as obrigações de comunicação, pelos administradores, de “*fato relevante*”, capaz de afetar a “*decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia*” (art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/76), ou de alteração nas suas próprias posições acionárias (art. 157, § 6º, da Lei n. 6.404/76). Tais dispositivos, assim como outros, igualmente relacionados à obrigação de prestar informações e às responsabilidades que daí decorrem, são regulamentados, hoje, pela Instrução CVM n. 358/2002. Também os registros de companhia aberta e de distribuição, já acima referidos e regulamentados, respectivamente, pelas Instruções CVM 480/2009 e 400/2003, são, fundamentalmente, atos de conteúdo informacional, em que a autarquia não ingressa, a rigor, em análises de mérito, certificando-se sobretudo da suficiência dos dados informados²⁷. Outro exem-

²⁶ Para uma descrição de tal princípio, cf. Afterman (1995, p. 7 e s.), que fala da contraposição entre *disclosure* e *merit regulation*, e Eizirik (1992, p. 6 e s.).

²⁷ E tal constatação fica reforçada quando se consideram as hipóteses de dispensa de registro, tanto da companhia quanto de emissões, constantes da Instrução CVM n. 155/91, do art. 4º da Instrução CVM n. 400/2003 e da Instrução CVM n. 429/2006. Ao lado de hipóteses mais específicas ali referidas, o que se pode ver é que, de regra, o registro é dispensado nos casos em que se presume que os destinatários dos títulos a serem emitidos, seja pelo seu maior refinamento como in-

plo reside no tratamento que se dá às demonstrações financeiras de companhias abertas, que, ao lado de outras informações, se deve periodicamente enviar à Comissão de Valores Mobiliários e colocar à disposição dos investidores (art. 21 da Instrução CVM n. 480/2009).

O natural complemento do princípio de *full disclosure* é a vedação ao *insider trading*²⁸, ou seja, ao uso, direto ou indireto, em benefício próprio ou de determinados terceiros, das informações detidas em razão de posição privilegiada (no mais das vezes relacionada, como já se viu, ao exercício de cargo de administração ou à detenção de controle acionário). No Brasil, a matéria é objeto, de forma mais direta, do art. 155, I e § 1º, da Lei n. 6.404/76, no que tange aos administradores, e da já referida Instrução CVM n. 358/2002, com as alterações trazidas pela Instrução CVM n. 369/2002, cuja redação já foi mais de uma vez alterada, para atualização²⁹.

Ao lado da obrigatoriedade de *full disclosure* (onde se podem incluir as regras de registro da companhia e das emissões, como já se viu) e da vedação ao uso de informações privilegiadas, existem outras disposições referentes ao uso de informações, consagradas pela regulamentação. Um exemplo nesse sentido é a regra da obrigatoriedade, para a companhia emissora, o ofertante dos títulos e os intermediários envolvidos, de abster-se de realizar determinadas manifestações relativas à oferta ou às suas condições, inclusive na mídia (incisos I e IV do art. 48 da Instrução CVM n. 400/2003).

vestidores, seja pela existência de outros instrumentos de monitoramento das condições do emissor, não precisam de tal proteção.

²⁸ A relação entre um e outro é apontada por Schmidt (1985, p. 338), que assevera que existem tantos tipos de *disclosure* quanto tipos de *insiders* existirem.

²⁹ A principal referência sobre o tema, no País, ainda reside em Leães (1982). Para uma análise mais recente, também de cunho monográfico, cf. Proença (2005).

Com a instituição desse *quiet period* busca-se, de modo geral, proteger os investidores contra informações desconstruídas ou esforços de vendagem irregulares (inclusive com a criação de privilégios), quando ainda não há informações disponíveis para todos os agentes ou quando existe maior vulnerabilidade a manipulações diversas³⁰, motivo pelo qual também essa regra integra aquele conjunto de mecanismos eminentemente informacionais de tutela do mercado e da integridade de suas estruturas.

3.3.2 Procedimentos excepcionais de mercado – as ofertas públicas

Ao lado das regras e mecanismos eminentemente informacionais acima descritos, que partem do pressuposto de que há agentes que dispõem de mais informação do que outros, procurando, assim, reduzir os efeitos dessa distribuição irregular (e os estímulos por ela gerados aos *insiders*), há um outro tipo de dispositivo que ajuda a diferenciar as companhias abertas das fechadas. Tais mecanismos, que se destinam a assegurar àqueles investidores de mercado, em alguma medida, liquidez aos títulos de que disponham, mesmo em caso de alterações inesperadas nas condições da companhia emissora, são as ofertas públicas.

Assim, por exemplo, em caso de decisão pelo chamado fechamento de capital – o processo pelo qual a sociedade torna-se companhia fechada, cancelando seu registro de companhia aberta e, conseqüentemente, eliminando a liquidez (aqui entendida como negociabilidade) de seus títulos (o que seria um dos pressupostos da sua aquisição pelos investidores), não mais admitidos à negociação –, a sociedade ou seus controladores devem fazer uma oferta pública para a aquisição “da totalidade das ações em circulação no

³⁰ Para uma descrição sucinta do regime do *quiet period* nos EUA, cf. Afterman (1995, p. 21 e s.).

mercado” (art. 4º, §§ 4º e seguintes, e art. 4º-A da Lei n. 6.404/76, que regulam, inclusive, as ofertas decorrentes de aumento de participação, tratando do chamado “fechamento branco de capital”)³¹.

Tal obrigatoriedade foi trazida à lei acionária apenas com a Lei n. 10.303/2001, sendo, antes, objeto apenas de regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários, que, nos termos do art. 21, § 6º, I, da Lei n. 6.385/76, pode expedir normas que versem sobre, dentre outras matérias, o cancelamento do registro de companhia aberta. Com o tempo, porém, mostrou-se necessária a criação de um suporte legal mais direto para a matéria, capaz de, em situações mais complexas e em face de demandas trazidas por diversas experiências, outorgar aos adquirentes dos títulos a necessária proteção³². É bem verdade que, como apontam diversos autores, a redação dos novos dispositivos apresenta falhas, não raro trazendo mais possibilidades de conflito do que militando pela sua redução (ao tratar do “preço justo” para a oferta, por exemplo, trazendo diversos critérios bastante distintos, passíveis de adoção), em algumas opções falhas do ponto de vista da técnica jurídica³³. Este fato, porém, não retira a importância dos aprimoramentos, por seu conteúdo material.

Outro regime de mesma natureza (ou seja, mais “institucional” do que propriamente “negocial”) consta do art. 254-A, que, visando proteger os acionistas em caso de transferência de controle de companhia aberta, dispõe que a alienação “... direta ou indireta, do poder de controle de companhia aberta somente poderá ser contratada

³¹ Tais dispositivos foram regulamentados detalhadamente pela Instrução CVM n. 361/2002, que também trata das demais modalidades de oferta pública previstas na lei ou meramente facultadas pelo regime nela estabelecido. Vale destacar que tal normativo prevê, além da oferta para a aquisição de títulos acionários, um regime específico para os títulos de dívida (art. 17).

³² E vale, para a evolução do regime e as necessidades que se procurou suprir, remeter a Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 42 e s.) e a Cantidiano (2002, p. 75 e s.).

³³ Apontam-se aqui, em especial, as críticas de Borba (2004, p. 148 e s.) e de Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 50 e s.).

sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia...”³⁴, assegurando a tais acionistas pelo menos 80% do valor pago pelas ações com direito a voto que integravam o bloco de controle (o chamado *tag along*). Tal dispositivo esteve, desde a sua versão original (o art. 254 da Lei n. 6.404/76, de efeitos mais amplos que o atual dispositivo), envolto em diversas polêmicas.

Por força do citado art. 254, hoje revogado, aquele que quisesse adquirir o bloco de controle deveria fazer uma oferta para a aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições, estabelecendo o número de ações que pretendia adquirir. A alienação, ademais, estaria sujeita à prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários. Os próprios autores do anteprojeto que veio a se transformar na Lei n. 6.404/76 apontaram, de imediato, o que entendiam ser os efeitos negativos do mecanismo que se criaria, destacando que um regime como aquele desestimularia as aberturas de capital ao eliminar a livre disponibilidade das ações detidas pelo empresário, agora sujeita a uma aprovação governamental (Lamy Filho e Pedreira, 1997, p. 289)³⁵. Outra crítica recorrente foi a de que, estando as ações pertencentes ao controlador (ou grupo de controladores) atreladas às dos minoritários,

³⁴ Para a caracterização de várias modalidades, diretas e indiretas, de transferência de controle, vale remeter ao interessante trabalho de Siqueira (2004). Deve-se remeter, aqui, a dois trabalhos que trataram da matéria no País: o primeiro deles é o de Pereira (1995), que ainda analisa a redação original do art. 254, em um esforço que vai além da análise do mecanismo de ofertas públicas propriamente ditas; o segundo é o de Prado (2005).

³⁵ Crítica semelhante foi formulada por Octávio Gouvêa de Bulhões, que asseverou que “para corrigir-se um erro não se deve cometer outro maior. Trata-se de proteger um direito e não de aniquilar o direito de propriedade” (Bulhões, Octávio Gouvêa de. O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico. In: **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977. p. 456).

elas tenderiam, também, a perder, em eventuais negociações, a “mais-valia” decorrente do poder de controle.

Da mesma maneira, outros grupos – geralmente ligados aos controladores de companhias – mobilizaram-se, o que culminou com a relativização da regra pela Resolução CMN n. 401/76, de acordo com a qual o *tag along* beneficiaria apenas os detentores de ações com direito a voto. Por fim, com a Lei n. 9.457/97, já anteriormente referida e destinada, em larga medida, a reduzir o custo dos processos de privatização, foi retirado o direito à oferta pública³⁶. A volta do dispositivo, mesmo mitigado, em 2001, foi, em grande parte, fruto da chegada ao país dos debates sobre governança corporativa – um dos principais moventes das alterações então aprovadas.

Ao lado daquelas duas modalidades, a Lei n. 6.404/76 traz uma outra hipótese de oferta pública, não diretamente destinada à proteção do acionariado disperso, sendo muito mais relacionada à criação de uma específica modalidade negocial – a oferta pública para a aquisição, referida no art. 257 da Lei e também regulamentada hoje, como ocorre com as demais modalidades, pela Instrução CVM n. 361/2002. Trata-se de um regime para a aquisição do controle da companhia em mercado, do acionariado nele disperso, mediante a formulação de oferta pública – uma oferta voluntária, caracterizada, no sistema norte-americano, como *take-over bid* e, naquele sistema, tema de diversos debates³⁷.

Como se pode ver, a própria natureza das companhias abertas, a dinâmica dos relacionamentos entre os diversos *stakehol-*

³⁶ Para tais movimentos e para uma discussão, em especial, do contexto em que foi promulgada a Lei n. 9.457/97 e de seus efeitos em um mercado em que cada vez mais passava a valer a proteção aos acionistas de mercado, cf. Yazbek (2000b, p. 104 e s.).

³⁷ No Brasil, até em face da reduzida dispersão das ações das companhias abertas e do fato de que, até recentemente, quase que unicamente se negociavam, no mercado de valores mobiliários, ações preferenciais sem direito a voto, a casuística é quase inexistente. Para a descrição de uma situação recente, cf. Cantidiano (2007, p. 222 e s.).

ders e a necessidade de proteção de tais agentes, assim como as especificidades da negociação em mercado, levaram à criação de um regime, para tais sociedades, distinto daquele estabelecido para as companhias fechadas, seja pela criação de mecanismos informacionais específicos, mais rigorosos, seja pela adoção de determinados arranjos, diferenciados, de proteção ou de realização de operações.

Alguns desses mecanismos serão referidos novamente nos tópicos analisados na próxima sessão, em que serão discutidas algumas das motivações para a abertura de capital.

3.4 A decisão de abertura de capital e seus determinantes

Ante a constatação de que a abertura de capital envolve dimensões não apenas financeiras, mas também políticas, impondo regimes mais restritivos para os administradores e controladores da companhia, cumpre passar à análise das motivações para tal abertura – as vantagens que se procuram. Dentre muitas opções possíveis, no presente trabalho se tomarão como fio condutor as considerações de Bessler e outros (1998, p. 576 e s.)³⁸, que apresentam, como principal mérito, o reconhecimento da complexidade da decisão e da profundidade dos efeitos que dela decorrem.

Tais autores tratam da opção de abertura de capital como uma decisão que parte de opções econômicas e organizacionais, nomeadamente referentes: à busca de financiamento; à necessidade

³⁸ Pode-se, naturalmente, remeter a outros autores que procuram explorar, com maior ou menor profundidade, as motivações para a abertura de capital. Nesse sentido, vale remeter aos esforços de Castro (2007, p. 465), que opta por restringir sua análise às necessidades de busca de financiamento e de diversificação de riscos, e de Afterman (1995, p. 17), que apresenta uma tabela de prós e contras para a abertura de capital, com uma ampla variedade de motivos, mas sem maiores aprofundamentos.

de administrar determinados riscos; à fuga do excessivo controle exercido pelos bancos; à maximização do valor do bloco de controle da companhia; e à adoção de outras formas de resolução de conflitos. Além desses temas, eles trazem à baila duas outras questões que, aqui, serão deixadas de lado – as aberturas de capital como decorrentes de processos de privatização e o capital aberto como forma de quebrar determinados padrões de concentração empresarial³⁹. Estes dois últimos pontos, como se pode ver, dizem muito mais respeito a opções governamentais – e aos estímulos que delas decorrem – do que à decisão empresarial. Daí por que eles serão desconsiderados no presente trabalho. Cumpre, assim, passar aos demais motivadores.

(i) O primeiro deles, já comentado, diz respeito à necessidade de financiamento propriamente dita – a rigor, a imagem mais comumente difundida é a de que os fundadores da empresa não dispõem de fundos suficientes e, por isso, decidem emitir ações ou títulos de endividamento. No entanto, há diversas outras alternativas para o levantamento de recursos, valendo referir, ao menos, aquelas que, de alguma forma, ajudam a discutir a natureza e os instrumentos das companhias abertas.

Uma dessas alternativas seria o autofinanciamento, que se dá através da retenção de lucros (com o concomitante não pagamento de dividendos) ou da constituição de reservas. É bem verdade

³⁹ Com efeito, desde um ponto de vista macro, ao menos em teoria, a pulverização do capital tenderia a quebrar determinados padrões de concentração empresarial, reduzindo a possibilidade de participações cruzadas e de outros arranjos, em estruturas tentaculares. Essa assunção pode ser questionada em face da experiência recente – em especial quando se remete ao caso Enron. Outra objeção ao argumento reside na análise da Lei acionária brasileira, que tinha por objeto o estímulo ao mercado de capitais e, mesmo assim, tem perfil nitidamente concentracionista, fato que se explica pela tendência de, à época, estimular-se a criação de conglomerados como fortalecimento da indústria nacional. Sobre este último ponto, cf. Yazbek (2000a).

que essas práticas tendem a ser, tanto no Brasil como em alguns outros países, desestimuladas pela legislação. Isso porque o pagamento de dividendos é usualmente visto como um dos estímulos aos potenciais investidores e, por consequência, ao desenvolvimento do mercado de capitais⁴⁰. É em parte por esse motivo que a Lei n. 6.404/76 coloca no seu art. 109, entre os direitos essenciais dos acionistas, o de participar dos lucros da sociedade, e estabelece, no art. 202, regras para o pagamento de dividendos obrigatórios. Por esse mesmo motivo, ela estabelece alguns critérios, em seu art. 194, para a criação de reservas pelos estatutos.

Além desse desestímulo que o autofinanciamento representa para novos investidores, afirma-se que a retenção de lucros e a formação de reservas podem ser impeditivas da diversificação de investimentos pelos empresários – havendo distribuição de lucros, tende-se a movimentar o mercado de produtos e serviços. Tal distribuição estimularia também a procura por novas oportunidades de investimento, diversificando-se as carteiras de investimentos dos empresários, o que ajuda a administrar os riscos a que se está sujeito em caso de vinculação a um único negócio (Bessler e outros, 1998, p. 577).

Outra possibilidade seria o recurso a aportes privados de capital. Neste ponto, ao lado das questões de afinidade que estão relacionadas a qualquer forma de associação comercial, há que se considerar, em especial e pela sua importância quando se fala em desenvolvimento do mercado de capitais na atualidade, o papel dos prestadores profissionais de recursos – as atividades de *private equity* e *venture capital*. Pode-se definir *private equity* como a aquisição de participações em empresas privadas, efetuada profissionalmente, visando a posterior alienação, com lucro, uma vez implementadas determinadas modificações na empresa. O *ventu-*

⁴⁰ Nesse sentido, vale remeter a Argenziano (1963, p. 518 e s.) e a Leães (1969, p. 20 e s.), que demonstram quão antigas são tais preocupações.

re capital, conceito que muitas vezes se confunde com o de *private equity* (não raro os dois são utilizados de forma intercambiável), por sua vez, está, usualmente, relacionado ao investimento em empresas recém-criadas ou que estão iniciando o desenvolvimento de atividades de ponta⁴¹.

Impõem-se, em uma análise preliminar do tema, duas questões: o que leva um investidor privado a optar por uma companhia fechada ou por uma sociedade limitada, com muito menores controles e mecanismos de responsabilização para administradores e controladores e, provavelmente, com administração menos profissionalizada? Por outro lado, o que levaria um novo empresário a aceitar um sócio que, a despeito de ingressar em uma companhia fechada, deve mostrar-se mais presente e atuante do que o investidor típico das companhias abertas, demandando proteções e garantias diversas?⁴²

A resposta reside no padrão de atuação daqueles sócios capitalistas profissionais que, de modo geral, adquirem os títulos de emissão de uma companhia fechada visando “criar valor”. Assim, a atuação daqueles agentes está atrelada a esforços para a profissionalização de procedimentos e práticas administrativas e negociais e à preparação para uma futura distribuição pública de títulos, ocasião em que será possível alienar, com lucro, aquela participação. Trata-se de atividade profissional, cuja referência se impõe, neste trabalho, não apenas por conta da discussão sobre as alternativas à abertura

⁴¹ Para tais definições, cf. Bannock, Baxter e Davies (2003, p. 339). No Brasil, vale destacar, o desenvolvimento de tais atividades foi facilitado pela criação de alguns estímulos, pela Comissão de Valores Mobiliários, com a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações (Instrução CVM n. 391/2003) e dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (Instrução CVM n. 209/94), os primeiros mais diretamente relacionados a *private equity* e os segundos a *venture capital*.

⁴² Sobre o padrão de relacionamento e de governança estabelecido em ocasiões como estas, em especial no que tange ao *venture capital*, cf. Aoki (2001, p. 302).

de capital, mas especialmente pelo seu caráter de procedimento preliminar às aberturas⁴³.

Outra técnica que nem sempre se pode considerar como alternativa, não raro envolvendo, ainda que de maneira incidental, a emissão de títulos, é o *project finance*, um tipo de arranjo destinado, no mais das vezes, ao financiamento de projetos de infraestrutura, que envolvem valores altos e prazos mais longos. Em tais situações o financiador (ou grupo de financiadores) costuma remunerar-se com parte da receita gerada pelo projeto implantado, o que envolve a criação de mecanismos que permitam a separação entre os riscos do negócio e os seus frutos (que ficam com o financiador). Operações de *project finance* envolvem diversas análises preliminares e a adoção de estruturas contratuais complexas, definidas caso a caso, não raro se recorrendo a instrumentos bastante distintos, como a constituição de garantias, de sociedades de propósito específico, emissão de títulos de dívida, mecanismos de securitização de recebíveis, contratação de seguros etc.⁴⁴.

Por fim, além dessas possibilidades (e de outras formas de crédito que se podem obter no desenvolvimento de atividades cotidianas, como já se referiu em outro ponto), há o já referido financiamento bancário. A maior parte dos países que tentou desenvolver seus mercados de capitais buscava, em alguma medida, reduzir o peso das instituições bancárias no processo de formação de capital. No mais das vezes, tal opção está diretamente relacionada ao reconhecimento de que os recursos obtidos por tais meios, pela sua própria natureza, tendem a ser de curto prazo e mais custosos do que aqueles provenientes de outras fontes. Da mesma maneira, a onipresença dos bancos nos processos de financiamento empresarial é comumente associada a movimentos concentracio-

⁴³ Para uma aprofundada análise de alguns efeitos da participação das empresas de *venture capital* no que tange à eficiência dos mercados de capitais, cf. Gerke (1998).

⁴⁴ Para uma descrição da sistemática de tais operações, cf. Cantidiano (1999).

nistas, com o direcionamento de processos decisórios para aquelas instituições.

Ante todas essas possibilidades de investimento⁴⁵, o que levaria uma empresa a abrir seu capital? Na verdade, a decisão tende a ser complexificada não apenas por essas múltiplas possibilidades, mas também por outras questões.

(ii) Um outro ponto que se pode destacar é o da possibilidade de administração de determinados riscos, permitida pela abertura de capital. Trata-se, fundamentalmente, do interesse, pelos donos da empresa, de diversificação do seu perfil de risco⁴⁶ e de obtenção de liquidez para as suas participações. Mesmo a opção pela aquisição de títulos em mercado, pelos investidores, também não deixa de estar relacionada a considerações dessa ordem, uma vez que aqueles títulos são negociáveis, podendo-se aliená-los em caso de necessidade.

Assim, por intermédio do mercado acionário os empresários (aqui entendidos como os sócios fundadores da companhia) podem

⁴⁵ E Bessler e outros (1998, p. 577) remetem, ainda, a uma outra alternativa ao discutir a questão das possibilidades de financiamento – é a questão, estranha à primeira vista, da decisão de não crescer, ou seja, de não efetuar maiores investimentos na empresa, mantendo-a apenas com as fontes de financiamento usuais, para suas atividades mais cotidianas. Em diversos campos de atuação, ante as condições de concorrência ou a natureza dos agentes, trata-se, efetivamente, de uma opção para o empresário. O tema é, na presente análise, de interesse meramente incidental.

⁴⁶ Até porque, a partir do momento em que cada indivíduo pode deter um *portfolio* de títulos, com variados perfis de risco, ele pode beneficiar-se de mecanismos de compensação e de balanceamento entre aqueles riscos – “*since each individual could now own a diversified portfolio of common stocks, each with a different set of risks attached, he could derive the benefits of a reduced aggregate risk through pooling; thus, the stock market permits a reduction in the social amount of risk bearing*” (Arrow, Kenneth J. Insurance, risk, and resource allocation. In: **Collected papers of Kenneth J. Arrow, Vol. 4: The Economics of Information**. Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1984, p. 79). Cf., ainda, Yazbek (2007, 88 e s.).

reduzir alguns dos riscos por eles assumidos quando do início do empreendimento, repartindo-os com terceiros. Esses terceiros, ao adquirir as ações da companhia, assumem não apenas uma parcela daqueles riscos, mas também determinados direitos sobre o patrimônio social e sobre os rendimentos gerados pelas atividades.

(iii) Outra motivação, já brevemente referida acima, pode ser a intenção do empresário de fugir ao controle, ainda que indireto, exercido pelos bancos, buscando não apenas uma estrutura financeira mais flexível para a empresa, mas também maior liberdade para a tomada de decisões negociais, sem as excessivas restrições que podem surgir em decorrência de relações tipicamente bancárias (Bessler e outros, 1998, p. 580 e s.).

Muito das modernas discussões sobre governança, especialmente ao se adotar uma perspectiva comparatística, diz respeito a essa relação entre os bancos e a administração das empresas ou as estruturas de administração. Não raro, o que se faz é contrapor os padrões de financiamento ditos *market-oriented* àqueles *bank-oriented*, sendo que o modelo fundamental daqueles primeiros seria o mercado acionário norte-americano, enquanto os modelos dos segundos seriam os mercados alemão e japonês (com algumas significativas diferenças entre os dois)⁴⁷. Cumpre, aqui, apenas apresentar uma distinção – não raro as análises sobre os modelos em que a atividade bancária exerce maior influência estão diretamente relacionadas ao fato de que, em tais casos, os grupos financeiros costumam deter participações acionárias e, por isso mesmo, acabam por afetar as estruturas de administração das empresas e a sua conformação.

⁴⁷ A distinção entre tais modelos, comum em debates sobre a estrutura do mercado nos países em desenvolvimento, mas também nas discussões sobre governança corporativa, apóia-se na predominância dos bancos ou das estruturas de mercado de capitais no processo de financiamento das atividades empresariais, assim como nos efeitos organizacionais de tais padrões (cf., por exemplo, Pinto e Visentini, 1998, p. 11).

Nesse sentido, as demandas por melhor governança surgem de forma distinta e geram resultados também distintos, por exemplo, nos EUA e na Alemanha – os *stakeholders* que demandavam alguma tutela eram, nos dois casos, bastante diferentes, por sua natureza e por suas intenções. Uma outra dimensão dos sistemas *bank-oriented*, porém, é a das especificidades do crédito bancário e da posição dos bancos como originadores de tais créditos, e, por isso mesmo, partes interessadas na gestão da companhia. Este último caso se mostra de maior relevância para a presente descrição⁴⁸.

(iv) Outro motivo para a abertura de capital diz respeito à maximização do valor do bloco de controle da companhia. É sabido que o conjunto de ações que outorga o poder de controle ao seu titular tem valor distinto daquele dos demais títulos dispersos no mercado. Se a emissora dos títulos é companhia aberta, presumivelmente há um aumento de tal valor, por se tratar de empresa com mecanismos profissionalizados de gestão e sujeita a um regime mais transparente.

Como já se viu acima, a situação do bloco de controle em tais companhias encontra-se no cerne de uma das discussões recorrentes em matéria de legislação acionária no Brasil, em grande parte relacionada ao debate em torno do art. 254 da Lei n. 6.404/76. A despeito de tais polêmicas, porém, não há como deixar de considerar os efeitos da situação da companhia sobre o valor do bloco de controle.

⁴⁸ Para uma descrição de tais modelos, além dos autores já citados, pode-se remeter a Buxbaum (1994), que faz justamente a contraposição entre os modelos norte-americano, alemão e japonês. No mesmo sentido, cf. a análise de Kaplan (1997), mais voltada para os efeitos das soluções encontradas a cada caso. Para uma defesa do modelo germânico, ainda que acompanhada pelo reconhecimento das dificuldades por ele trazidas para o desenvolvimento do mercado de capitais, cf. a instigante análise de Kübler (1994). Para um estudo teórico mais aprofundado sobre o tipo de análise comparativa que se costuma fazer em tais matérias e seus efeitos, cf. Aoki (2001, especialmente p. 279 e s.).

(v) Além disso, a abertura de capital pode ser uma forma de resolver ou evitar problemas entre os fundadores da empresa e os prestadores de recursos, na medida em que se podem romper relações conflituosas e em que se passa a recorrer, em especial, aos investidores anônimos, em uma relação que se torna, por assim dizer, mais “despersonalizada”. Mesmo os modernos critérios de governança corporativa não afastam tal realidade.

Por outro lado, e militando no mesmo sentido, deve-se considerar aquela estrutura mais técnica de administração e a adoção de regras mais específicas para a solução de conflitos – há, nas companhias abertas, uma racionalização de procedimentos que por si só atende a tais demandas. Assim, por exemplo, a mera obrigatoriedade de existência de Conselho de Administração em tais companhias (art. 138, § 2º, da Lei n. 6.404/76) milita, já, nesse sentido, ao permitir a criação de uma instância em que se combinam uma dimensão política (afinal, trata-se, ainda, de órgão de representação dos acionistas) e uma dimensão técnica (por serem os conselheiros também caracterizados como administradores e sujeitos às obrigações a estes aplicáveis).

O Conselho de Administração se apresenta, assim, ao menos estruturalmente, como um órgão que se coloca entre as demandas quase que exclusivamente políticas (cujo *locus* é, por definição, a assembleia geral) e a administração profissional da companhia (a diretoria), capaz, nesse sentido, de permitir a mediação entre as distintas instâncias. Naturalmente, as funções do Conselho de Administração não se restringem a tal mediação e, não raro, ele se mostra como o centro de novos conflitos, mas a sua mera existência, porém, tem como efeito a constituição daquela relação mediada.

3.5 Considerações Finais

O presente trabalho parte da consideração de que as companhias abertas são bastante distintas das fechadas não apenas desde

um ponto de vista formal, mas também materialmente, em razão da natureza das relações que nelas se estabelecem, entre os diversos detentores de interesses, por vezes contrapostos. São essas diferenças que acabam, em boa parte, por determinar algumas das questões formais acima discutidas.

Assim, nas companhias abertas, controladores e administradores não apenas abrem mão de boa parte da maior liberdade de que dispõem nas fechadas como ficam, eles e a companhia de modo geral, sujeitos a alguns regimes institucionais diferenciados, em especial no que tange (i) ao regime de utilização de informações consideradas importantes para os demais participantes do mercado (regime que se corporifica nas obrigações de *full disclosure* e na vedação ao *insider trading*); e (ii) às regras de oferta pública, destinadas a proteger os investidores em situações que possam afetar a liquidez dos títulos (deliberação de fechamento de capital ou alienação do poder de controle) ou aplicáveis por força da dinâmica do mercado e das operações que nele se podem realizar (no caso das ofertas de aquisição de controle).

Por outro lado, verificou-se que a opção pela abertura de capital engloba não apenas o reconhecimento da aplicabilidade daqueles regimes, mas também uma série de decisões estratégicas, referentes: às demais alternativas de financiamento existentes a cada caso; à administração de certos riscos, a partir da sua repartição com terceiros e “securitização”; a uma melhor administração da relação com as instituições bancárias (que passam a exercer menor influência sobre as decisões negociais); aos efeitos da decisão de abertura sobre o valor do bloco de controle e sobre a sua negociabilidade; e sobre os arranjos organizacionais e os instrumentos que, nas companhias abertas, permitem administrar conflitos de maneira distinta (sob estruturas burocráticas próprias).

Pelo próprio escopo do trabalho, foi dedicada atenção apenas às questões que, mesmo nascidas de uma dimensão puramente econômico-financeira, geram efeitos políticos, interesses a serem

tutelados. Outro importante elemento caracterizador das companhias abertas, porém, está relacionado à sua íntima relação com os movimentos do mercado e com as reações dos investidores, refletidas em movimento de compra ou venda que, por sua vez, refletem nas cotações dos títulos emitidos. Tal questão, diretamente ligada ao fenômeno que se convencionou chamar de *short-termism*, de acionistas, administradores e agentes que atuam profissionalmente no mercado de capitais⁴⁹, pode ser considerado tão importante quanto os demais pontos tratados até este momento – as companhias abertas existem em um meio ambiente próprio e são sujeitas às especificidades deste.

A opção por abrir o capital é, assim, decisão complexa, que não envolve vantagens e desvantagens, colocadas em colunas e contrapostas umas às outras, mas sim opções estratégicas e algumas significativas alterações na forma de desenvolvimento das atividades empresariais. Esta seria a primeira conclusão deste artigo.

A segunda conclusão, mais teórica, poderia ser formulada de maneira simplista com o reconhecimento de que, nas companhias abertas, de fato se migra de um padrão de relações contratuais para um padrão de relações institucionais. Uma consideração dessa ordem seria, porém, apenas meio caminho andado. As companhias abertas são mais institucionalizadas, especialmente, em face daquele peculiar meio ambiente em que elas vivem – o mercado de capitais e suas estruturas e dinâmica próprias –, e a compreensão de tal regime se mostra essencial para a compreensão do instituto, em toda a sua extensão.

Fica assim, uma vez mais, reforçado que, na prática, falar em direito societário quando da análise daquelas companhias pode ser por demais limitador, solução formalista apenas. Também não é suficiente (embora já seja um avanço) falar da famosa migração

⁴⁹ E Brancato (1997, p. 28 e s.), ao descrever tais conceitos, analisa o que chama de “mito do *short-termism*”, que teria desviado a atenção de discussões mais importantes nas últimas décadas.

para o campo, mais amplo, do chamado direito empresarial e para as necessárias interações entre o campo jurídico e outros campos. As companhias abertas habitam o universo do mercado de capitais, e a racionalidade do regime que se lhes aplica é, em larga medida, fruto de uma combinação entre o regime societário e a disciplina daquele mercado – mutável e marcada por permanentes movimentos de inovação⁵⁰.

REFERÊNCIAS

- AFTERMAN, Alan B. **SEC Regulation of Public Companies**. New Jersey: Prentice Hall, 1995.
- ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Thomson Learning, 2002.
- ANTUNES, José Engrácia. **Direito das sociedades comerciais – perspectivas do seu ensino**. Coimbra: Almedina, 2000.
- AOKI, Masahiko. **Toward a comparative institutional analysis**. Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2001.
- ARGENZIANO, Riccardo. **Il finanziamento delle imprese industriali**. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1963.
- ARROW, Kenneth J. Insurance, risk, and resource allocation. *In: Collected Papers of Kenneth J. Arrow*, Vol. 4: **The Economics of Information**. Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1984. p. 77-86.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Os mercados de capitais do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1971.

⁵⁰ Esta é, ao final, também a constatação de Piras (1993) e de Serra (1993). Na mesma linha, ainda que mais preocupado com questões de método no ensino da matéria, cf. o já citado Antunes (2000, p. 116).

- BANNOCK, Graham; BAXTER, Ron; DAVIES, Evan. **Dictionary of economics**. New Jersey: Bloomberg Press, 2003.
- BARNEA, Amir; HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma W. **Agency problems and financial contracting**. New Jersey: Prentice Hall, 1985.
- BERNSTEIN, Peter L. **Capital ideas: the improbable origins of Wall Street**. New York: The Free Press, 1992.
- BESSLER, Wolfgang; KAEN, Fred R.; SHERMAN, Heidemarie C. Going public: a corporate governance perspective. *In: HOPT, Klaus J. et al. Comparative corporate governance – the State of the art and emerging research*. Oxford: Clarendon Press, 1998. p. 569-605.
- BLAIR, Margaret M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995.
- BORBA, José Edvaldo Tavares. **Direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.
- BRANCATO, Carolyn Kay. **Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value**. Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997.
- BULHÕES, Octávio Gouvêa de. O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico. *In: Mercado de capitais e desenvolvimento econômico*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977. p. 449-457.
- BUXBAUM, Richard M. Comparative Aspects of institutional investment and corporate governance. *In: BAUMS, Theodor et al. Institutional investors and corporate governance*. Berlin: Walter de Gruyter, 1994. p. 3-21.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. *In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões con-*

trovertidas da Lei n. 10.303, de 31/10/2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 61-105.

_____. Análise do Caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de "take over". In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de *et al.* **Sociedade anônima.** São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 221-245.

_____. Introdução ao *project finance*. In: **Estudos de direito societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 137-152.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das Sociedades Anônimas.** São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Abertura e fechamento de capital. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de *et al.* **Sociedade anônima.** São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 427-478.

CHARLTON, Lord Wedderburn of. The legal development of corporate responsibility: for whom will corporate managers be trustees? In: HOPT, Klaus J. *et al.* **Corporate governance and directors' liabilities: legal, economic and sociological analyses on corporate social responsibility.** Berlin: Walter de Gruyter, 1985. p. 3-54.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

COSTA, Philomeno J. da. **Anotações às companhias.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

EIZIRIK, Nelson. Emissão pública de valores mobiliários. In: **Aspectos modernos do direito societário.** Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 3-25.

GARRIGUES, Joaquin. Nuevos hechos, nuevo derecho de la sociedad anónima. In: **Hacia un nuevo derecho mercantil (escritos, lecciones y conferencias).** Madrid: Editorial Tecnos, 1971. p. 17-96.

GERKE, Wolfgang. Market failure in venture capital markets for new medium and small enterprises. In: HOPT, Klaus J. *et al.* **Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research.** Oxford: Clarendon Press, 1998. p. 607-635.

GLEN, Jack; PINTO, Brian. **Debt or equity? How firms in developing countries choose.** Discussion Paper Number 22. Washington, DC: International Finance Corporation, 1994.

HIRSCHMAN, Albert. **Saída, voz e lealdade.** São Paulo: Editora Perspectiva, 1973.

KAPLAN, Steven N. Corporate governance and corporate performance: a comparison of Germany, Japan and the U.S. In: CHEW, Donald H. **Studies in international corporate finance and governance systems – a comparison of the U.S., Japan, and Europe.** New York: Oxford University Press, 1997. p. 251-258.

KUBLER, Friedrich. Institutional investors and corporate governance: a German perspective. In: BAUMS, Theodor *et al.* **Institutional investors and corporate governance.** Berlin: Walter de Gruyter, 1994. p. 565-579.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.; Volume I: Pressupostos, elaboração, modificações.** Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo.** Dissertação para Concurso à Livre-Docência da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: mimeo, 1969.

_____. **Mercado de capitais e insider trading.** São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LIBONATI, Berardino. **Titoli di credito e strumenti finanziari.** Milano: Giuffrè Editore, 1999.

MELO, Marcus André B. C. de. Ingovernabilidade: desagregando o argumento. In: VALLADARES, Licia *et al.* **Governabilidade e**

pobreza no Brasil. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1995. p. 23-48.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *In:* POSNER, Richard A. *et al. Economics of corporation law and securities regulation.* Boston: Little, Brown and Company, 1980. p. 237-245.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. *In:* MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais.** São Paulo: Dialética, 1999. p. 257-271.

MYERS, Stewart C. The search for optimal capital structure. *In:* STERN, Joel M. *et al. The revolution in corporate finance.* Oxford: Blackwell Publishers, 1998. p. 111-119.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e demonstrações financeiras da companhia (conceitos fundamentais).** Rio de Janeiro: Editora Forense, 1989.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do poder de controle acionário.** São Paulo: Saraiva, 1995.

PINTO, Arthur R.; VISENTINI, Gustavo. Editor's Preface. *In:* PINTO, Arthur R. *et al. The legal basis of corporate governance in publicly held corporations – a comparative approach.* London: Kluwer Law International, 1998. p. IX-XV.

PIRAS, Antonio. L'Organizzazione dei controlli interni ed esterni. *In:* ABBADESSA, Pietro *et al. Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti.* Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1993. p. 305-337.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias S.A. – tag along.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SADDI, Jairo. Conflitos de interesse no mercado de capitais. *In:* CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de *et al. Sociedade anônima.* São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 339-360.

SERRA, Antonio. Il regime speciale delle società quotate. Le società quotate fra disciplina societaria e disciplina del mercato. *In:* ABBADESSA, Pietro *et al. Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti.* Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1993. p. 571-593.

SCHMIDT, Hartmudt. Disclosure, insider information and capital market functions. *In:* HOPT, Klaus J. *et al. Corporate governance and directors' liabilities: legal, economic and sociological analyses on corporate social responsibility.* Berlin: Walter de Gruyter, 1985. p. 338-353.

SILVA, Francisco da Costa e. As ações preferenciais na Lei n. 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências. *In:* LOBO, Jorge. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31/10/2001.** Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 117-140.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Transferência do controle acionário: interpretação e valor.** Niterói: FMF Editora, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro.** São Paulo: José Bushatsky Editor, 1979. v. 1.

TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. *In:* SADDI, Jairo. **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos.** São Paulo: IOB, 2002. p. 295-329.

YAZBEK, Otavio. Política econômica, legislação societária e aplicação do direito da concorrência no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, volume 117, p. 136-149, jan./mar. 2000 (2000a).

_____. Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, volume 120, p. 100-110, out./dez. 2000 (2000b).

_____. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 34, p. 198-218, out./dez. 2006.

_____. **Regulação do mercado financeiro de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

4 DAS AÇÕES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS COMO ORIGINADORAS DE OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

Professora do GVlaw, Doutora em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – FDUSP, procuradora federal lotada na Comissão de Valores Mobiliários – CVM.