

CDU 347.925
[3A]
PHA C321m
TOMBO 30 2
Ass. ESN

MODESTO CARVALHOSA

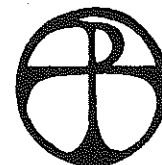
Professor Livre-Docente da Faculdade
de Direito da Universidade de São Paulo;
Membro da Faculdade Internacional
de Direito da Universidade da Pensilvânia.

MODESTO CARVALHOSA

A NOVA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

2ª edição

LEVY E SALOMÃO - ADVOGADOS



PAZ E TERRA

NOTA INTRODUTÓRIA À SEGUNDA EDIÇÃO

O presente livro foi escrito tendo como base o Projeto de Lei que regula as Sociedades Anônimas enviado ao Congresso pelo Poder Executivo em 2 de agosto de 1976, através da mensagem nº 204.

Dessa época até a promulgação da lei, em 17 de dezembro de 1976, enorme polêmica ocorreu em todo o País a respeito dos reais objetivos da lei, e das efetivas *driven forces* que haviam promovido o seu surgimento.

As discussões mais aceras ocorreram no próprio Congresso Nacional que, não obstante o prazo absurdo de 90 dias para a tramitação do Projeto nas duas Casas, logrou modificar alguns de seus aspectos mais importantes.

Outros pontos – também essenciais – que poderiam ser modificados no Parlamento para dar à lei um caráter justo e não de privilégio de grupos não lograram, afinal, sucesso.

Em conseqüência, a Lei nº 6.404, de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, mantém o espírito e os objetivos que lhe deram origem, qual seja o de institucionalizar, por via legal, o capitalismo financeiro no Brasil.

Com efeito, se transpusermos para o processo econômico deste País nos últimos vinte anos, a clássica tese de Hilferding sobre as etapas do modo de produção, verificaremos que se chegou mais rapidamente do que se esperava à fase dos monopólios, em que o capital bancário, fundindo-se com o capital industrial, dá origem ao capital financeiro, inaugurando-se dessa forma o estágio de hegemonia dos grandes bancos na economia privada.

Evidentemente que, por ser artificial a estrutura econômica do País, inteiramente dependente em todos os seus setores (agrícola, industrial e de serviços), a implantação da etapa suprema da hegemonia dos grupos financeiros, em todos esses segmentos, também procurou a via do artificialismo, ou seja, a sua institucionalização através de uma lei.

A escolhida foi a lei das sociedades por ações, na medida em que é o melhor e mais fácil instrumento de absorção e controle das atividades empresariais ainda livres no País.

Com esse propósito enviou-se o Projeto ao Congresso. Alertados os seus membros sobre o caráter injusto e iníquo de seu texto, lançaram-se num esforço supremo a minimizar ou neutralizar os privilégios que o mesmo propunha. Basta lembrar que a Câmara, que teve apenas uma semana para apresentar emendas – numa *performance* sem precedentes – apresentou nada menos que 240 emendas, tocando grande parte delas – cerca de 200 – em pontos fundamentais da proposição, procurando, na maioria dos casos, inverter o sentido de privilégio de que se revestiam.

A consciência do caráter injusto do Projeto determinou inclusive que se argüísse na Comissão de Justiça da Câmara a sua inconstitucionalidade. E no plenário acabou havendo um consenso entre os parlamentares de ambos os partidos – o que muito honra a Casa – para substituir os preceitos mais gritantemente injustos, como o referente à venda de controle das companhias sem qualquer participação dos minoritários nas vantagens auferidas.

Temos agora a Lei sancionada e publicada, e é nesta altura que se reedita o presente trabalho, a demonstrar que o interesse em se conhecer as intenções da lei vigente não se esgotou. Assim sendo, cabe apontar nesta nota introdutória à segunda edição as principais modificações que o

Congresso introduziu em pontos da lei referidos neste trabalho como lesivos aos interesses nacionais, aos acionistas em geral, aos investidores, e ainda às pequenas e médias empresas que restam independentes.

Antes de fazê-lo é importante alertar que outros pontos substanciais do Projeto inicial, que outorgam privilégios aos grupos financeiros, foram mantidos. Continuam, portanto, os grandes bancos a encontrar na nova Lei das Sociedades Anônimas um instrumento fundamental para a formação de seus conglomerados financeiro-industrial-comerciais.

Por derradeiro, deve-se notar que as salutares emendas introduzidas no Projeto pelo Congresso Nacional tendem a ser derogadas por via de Resoluções do Conselho Monetário Nacional, que, com esse propósito, *v. g.*, já revogou praticamente a Emenda Lehmann – art. 254 da Lei – através da Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976. Esse precedente tende a ser seguido para as demais normas substitutivas que constam da Lei e que contrariam os propósitos econômicos do Projeto.

Levando-se, pois, em conta essa tendência – gradual derrogação dos substitutivos pela via administrativa –, passamos a apontar as modificações introduzidas pelo Congresso naqueles pontos que são objeto de comentários neste trabalho. Para facilitar a compreensão, faz-se para cada assunto a remissão ao capítulo correspondente do trabalho.

Capítulo V

5. O Fim da Democracia Empresarial; 6. Um Presente para as Multinacionais (págs. 98-99)

Os itens 5 e 6 do Capítulo V referem-se ao art. 4º do Projeto; artigo esse que foi literalmente reproduzido na lei. Ocorre que, diante das críticas levantadas à brecha fiscal que tal preceito proporcionava, a Exposição de Motivos nº 196/76, que acompanhou a Mensagem ao Congresso faz uma ressalva que procura aquietar as dúvidas a respeito: “A definição de companhia aberta adotada pelo art. 4º – sociedade cujos valores mobiliários são admitidos à nego-

CAPÍTULO IV

O MODELO DE CONGLOMERADO DO ANTEPROJETO.

1. A ideologia do conglomerado no Brasil. 2. A inspiração do *Zaibatsu*. 3. A inspiração do *Konzern*.

1. A IDEOLOGIA DO CONGLOMERADO NO BRASIL.

A ideologia do conglomerado é fruto, no Brasil, do próprio modelo econômico, cuja dinâmica está levando a concentração monopolística a todos os setores.

Por ser decorrência da própria estrutura do modelo, o governo tem institucionalizado o processo de monopolização da economia brasileira, por considerar o regime de concorrência imperfeita como o único capaz de viabilizar o próprio desenvolvimento nacional.

Após as providências governamentais que levaram à concentração acelerada do setor financeiro, no período de 1967-72, aventou-se a possibilidade de se estender esse processo de monopolização aos setores comerciais e industriais brasileiros, cuja dispersão e ausência de economia de esca-

la impunha, segundo os estrategistas do modelo, a concentração. A liderança desse sistema de oligopólio caberia aos conglomerados já formados, ou seja, aos grandes grupos financeiros. Os modelos de monopólio japonês (*zaibatsu*) e alemão (*Konzern*) provam, historicamente, sempre na versão dos ideólogos de nossa estratégia econômica, a eficiência e viabilização do regime de monopólio.

O modelo de conglomerado concebido pelo Ministro Delfim Neto baseava-se na descentralização da propriedade das ações das companhias através da abertura de seus capitais. Essa abertura de capital, no entanto, não seria feita diretamente com emissão de ações das companhias industriais e comerciais alinhadas no conglomerado, mas sim com emissão de ações das *holdings* de participação do grupo.

Pertencendo essas ações do capital das *holdings* a uma multidão de acionistas, cairiam tais *holdings* sob controle de um grupo minoritário, porém compacto, qual seja a própria instituição financeira líder do conglomerado¹.

Através desse esquema, os grandes grupos financeiros surgidos exatamente ao tempo do Ministério Delfim Neto poderiam constituir seus conglomerados e absorver profundos segmentos industriais e comerciais sem dispendir grandes somas na aquisição do controle de empresas produtivas nacionais. Caberia, com efeito, ao público investidor subscrever as ações das *holdings* do grupo, fornecendo, desse modo, os recursos para a constituição dos conglomerados financeiro-industrial-comerciais.

Evidentemente que esse plano de formação de conglomerados pelos grandes grupos financeiros, não com recursos próprios, mas com a poupança popular, demandava o aperfeiçoamento de instrumentação jurídica aplicável.

Ocorre que a idéia de captação de poupança diretamente do público através do atual sistema de distribuição do Mercado de Capitais não se tornou mais possível dada à completa recessão dos mercados primário e secundário de ações nos anos 1973 a 1975.

(1) Cf. M. Bandeira, ob. cit., pág. 93.

Portanto, a concepção de modelo de conglomerados via *holdings* necessitou ser reformulada. E o foi efetivamente, propondo-se ao Ministério do Prof. Mário Henrique Simonsen² um modelo de conglomerado baseado na própria organização dos grandes grupos financeiros.

Caberia às agências bancárias, com efeito, vender o pacote de companhias controladas pelo grupo aos clientes e emprestadores, fazendo com que estes, em seguida, depositassem essas ações no próprio estabelecimento, outorgando ao Banco, concomitantemente, procuração para votar em nome do acionista nas assembleias gerais das sociedades integrantes do conglomerado.

Essa nova modalidade praticamente dispensa o sistema de distribuição do mercado de capitais, por centralizar todos os negócios com ações nos balcões das próprias agências bancárias do grupo financeiro líder do conglomerado. Tal mecanismo necessita de uma mudança substancial da lei de Sociedades Anônimas, transformando-a num instrumento para a constituição dos conglomerados financeiro-industrial-comerciais.

Caberá à nova lei das Sociedades Anônimas viabilizar a captação induzida de poupanças livres do público para a capitalização das companhias industriais e comerciais do conglomerado. Caberá também à nova lei de S. A. propiciar instrumentos para o controle dessas ações do público pelos próprios Bancos, que serão os depositários e operadores dessas ações, com procuração para votar nas assembleias. Por outro lado, caberá à nova lei de S. A. permitir a aquisição de controle das companhias pelos grupos financeiros, com apenas uma pequena parcela do capital, evitando para os grandes Bancos dispêndio de recursos próprios para absorver as companhias produtivas nacionais. Para tanto, os grupos financeiros deverão utilizar os seus Bancos de Investimentos para a subscrição de ações.

A viabilização desse modelo de conglomerado, concebido a partir de 1974, não depende apenas de uma nova lei de S. A., mas também da criação de uma entidade pública (Comissão de Valores) que possa selecionar e controlar os

grupos financeiros que serão encarregados pelo governo da constituição dos conglomerados. Também recursos oficiais (PIS, PASEP, FGTS, etc.) deverão ser repassados subsidiariamente, para que os grupos financeiros praticamente não dispendam quaisquer recursos próprios nesse esforço de formação dos seus conglomerados (PROCAP). Ademais, se possível, também a lei de Reforma Bancária, de 1964, que limita a formação de conglomerados financeiro-comercial-industriais, deverá ter seus artigos impeditivos revogados (arts. 34 e 35). Também o Regulamento do Imposto de Renda é revisto para possibilitar a não antecipação do tributo sobre dividendos recebidos pelas *holdings* (Decreto-lei 1.338).

Com todas essas medidas, pretende-se ainda no fim da década de 70, conforme o II PND, formar os grandes conglomerados, mediante a associação do capital industrial, comercial e bancário, sob a hegemonia do capital financeiro, conferindo a esse último a possibilidade de promover maior centralização do capital e da propriedade e, portanto, de controlar o processo global de acumulação³.

Esse método de reorganização empresarial conduz necessariamente a um tipo de estrutura oligopolista, mediante o crescente controle de toda a economia pelo capital financeiro, que acabará adquirindo uma posição hegemônica, mediante o controle ou "participação dos Bancos em empresas produtivas dos mais distintos ramos de bens e de serviços"⁴.

Configura-se, assim, uma economia chamada de capitalismo financeiro, que em nada se confunde com o capitalismo pluralista e de livre iniciativa.

E como provam as histórias dos países que adotaram esse sistema econômico de conglomerados, o capitalismo financeiro é indissolúvelmente ligado ao capitalismo de Estado que antecede⁵, sendo até certo ponto difícil distinguir entre ambos, pois acabam sempre se complementan-

(2) As providências para formação dos conglomerados durante o Ministério Simonsen estão claramente delineadas em seus dois livros citados: *A Nova Economia Brasileira e Brasil 2002*.

(3) Cf. M. C. Tavares, *ob. cit.*, pág. 216.

(4) Cf. M. C. Tavares, *ob. cit.*, pág. 228.

(5) Caso típico do regime de *Zaibatsu* japonês, cuja formação deve-se à entrega pelo Estado a grupos familiares, de maiores riquezas e concessões públicas.

do inteiramente, como ocorreu até a primeira metade deste século na Alemanha e no Japão.

Ademais, esse modelo de desenvolvimento que está sendo institucionalizado no Brasil leva ao abuso do poder econômico e a crises sociais e políticas por demais conhecidas na história moderna.

Ao invés de promover a distribuição da renda e da capacidade aquisitiva da generalidade da população, o regime de conglomerado leva a uma contínua expansão da dívida familiar e pública. Ademais, como é natural, o regime monopolista dos conglomerados acarreta a expansão do mercado a favor das grandes empresas e das camadas de maior nível de renda, com a conseqüência de perda acentuada de posição econômica dos grupos de renda mais baixa. Também, esse sistema de concorrência imperfeita leva à perda de independência das pequenas e médias empresas. Via de conseqüência promove o conglomerado a expansão e a diversificação dos níveis de consumo das classes mais altas, em parte devido à elevação de suas rendas, e em parte devido à expansão acelerada de seu endividamento⁶.

E no plano político torna praticamente impossível a instituição de um regime pluralista e democrático.

A experiência americana demonstra que apenas no regime de segregação do setor financeiro do setor industrial e comercial e de permanente combate às concentrações e ao poderio abusivo das grandes empresas é que torna possível a existência de uma economia e de um sistema político pluralista e, portanto, livre.

Assim, quando no Brasil está se institucionalizando o regime do monopólio e da concorrência imperfeita, através dos conglomerados financeiro-industrial-comerciais, nos Estados Unidos a Comissão de Justiça do Senado aprovou em junho de 1976 o anteprojeto de lei que obriga as 18 principais companhias petrolíferas a limitar suas operações a um só setor da indústria. Essa providência desconcentracio-nista e de combate ao gigantismo empresarial dará às maiores empresas petrolíferas do país o prazo de 5 anos para que cada uma delas escolha entre o setor, ou de produ-

(6) M. C. Tavares, ob. cit., pág. 246.

ção, ou de transporte, ou de refinação ou de comercialização do petróleo. Com essa medida legislativa pretende-se restabelecer e aumentar significativamente o nível de concorrência nos diversos segmentos ligados à indústria petrolífera e a baixar substancialmente os preços dos produtos e subprodutos do petróleo.

Por outro lado, o regime de conglomerados financeiro-industrial-comerciais tem levado países do mais alto grau de civilização como é o caso da Alemanha, à adoção de regimes ditatoriais cuja atuação é por demais conhecida. E assim também no Japão, onde a ditadura militarista inaugurada no período *Meiji* somente terminou com a Segunda Guerra Mundial, a que se seguiu o desbaratamento dos conglomerados naquele país.

2. A INSPIRAÇÃO DO ZAIBATSU.

O modelo de conglomerado proposto pelos planejadores do nosso desenvolvimento fundamenta-se principalmente no *zaibatsu* japonês⁷.

Trata-se de uma forma peculiar de concentração financeiro-industrial, que se caracteriza atualmente por uma organização empresarial em estrela, tendo como núcleo um grande Banco, o qual, a partir de seu poder de financiamento a favor das empresas do grupo, controla de maneira global a acumulação financeira e a reprodução do capital das empresas do grupo, além de orientar todos os critérios de investimento, seleção de tecnologia, administração e orientação de mercado⁸.

Tal modelo coaduna-se perfeitamente com os projetos governamentais brasileiros, de formação de grandes estruturas empresariais lideradas e dominadas pelos nossos maiores Bancos.

O regime de *Zaibatsu* – também denominado *Keiretsu* – surgiu durante a restauração da Dinastia *Meiji*, como

(7) V. Mário Henrique Simonsen, em seus citados livros *A Nova Economia Brasileira*, pág. 207 e *Brasil 2002*, págs. 117 e segs..

(8) Cf. M. C. Tavares, ob. cit., págs. 251 e segs.. Sobre *Zaibatsu* é significativa a bibliografia, tendo sido aproveitados para este trabalho: Richard Storry, *A History of Modern Japan*, Penguin Bookam, 1960; Thomaz Schneider, *O Mercado de Capitais no Japão*, ed. IBMEC, 1975; Claude Champaud, *Le Pouvoir de Concentration de la Société par Actions*, Sirey, 1962, pág. 202.

poderão ou conseguirão realizar se não estiverem subordinadas a grandes grupos financeiros.

Em custódia de ações, por exemplo, atuarão mais cedo ou mais tarde, de maneira monopolística, as instituições financeiras autorizadas. Como ficarão, então, as Bolsas de Valores que mantêm departamento de custódia? E é claro que as ações em custódia serão entregues aos Bancos, quanto mais não seja para obter deles aquela importante benevolência que pode traduzir-se em favores especiais.

Tem-se dessa forma a condenação dos mais diversos setores de opinião pública à institucionalização do regime de monopólio a favor dos grandes grupos financeiros.

CAPÍTULO VII

SOCIEDADE ANÔNIMA SÓ DE CONTROLADORES.

1. Assembléia geral exclusiva para controladores. 2. Censura prévia pelos controladores. 3. O inatingível acesso à informação. 4. Acionistas sem direito de preferência. 5. Administradores com imunidades. 6. Somente ações dos controladores têm valor. 7. Oferta pública de aquisição apenas para controladores.

1. ASSEMBLÉIA GERAL EXCLUSIVA PARA CONTROLADORES.

A proteção aos acionistas é oficialmente apontada como a maior inovação e o principal objetivo do anteprojeto de S.A..

Afirmam os promotores do anteprojeto que a lei vigente (Decreto-lei 2627, de 1940) é falha e omissa quanto aos direitos dos acionistas minoritários ou não controladores, o que é, sem dúvida, incontestável.

Apontando para essa atual carência de amparo jurídico, os idealizadores do anteprojeto apresentam-no como totalmente revolucionário nesse particular, afirmando que a nova lei criará inovadoras prerrogativas para os

acionistas e reforçará os direitos já reconhecidos na atual legislação.

Ocorre que essa reiterada propaganda não resiste a uma leitura mais atenta e orgânica do anteprojeto. Na realidade, o que se constata é a derrogação de prerrogativas dos acionistas, hoje reconhecidas como fundamentais.

Nessa linha de diminuição ou não melhoria dos direitos dos acionistas, temos, em primeiro lugar, a drástica restrição ao direito de voto (art. 112)¹ já comentado em capítulo anterior.

Lembra-se que apenas as ações ordinárias que revestirem a forma nominativa ou endossável e as ações escriturais administradas pelos Bancos (art. 34)² é que terão direito de voto nas assembleias gerais³.

Isso significa que apenas o pequeno lote de ações pertencente ao grupo controlador ou por ele detido com procuração em causa própria (art. 126, § 1º) é que acabará votando nas assembleias⁴.

(1) O art. 112 tem a seguinte redação: "Somente os titulares de ações nominativas, endossáveis e escriturais poderão exercer o direito de voto".

(2) O art. 34, § 2º do anteprojeto tem a seguinte redação: "Somente as instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários podem manter serviço de ações escriturais".

(3) V. a respeito a contundente crítica da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, em extenso e erudito estudo publicado em *O Estado de São Paulo*, de 21 de março de 1976.

(4) O art. 126, § 1º tem a seguinte redação: "O acionista pode ser representado na assembleia geral por procurador constituído há menos de um ano, que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta o procurador pode, ainda, ser instituição financeira". As legislações em geral são pela proibição absoluta desse iníquo preceito de delegação de voto aos próprios administradores, a controladores e Bancos. Nos países em que havia tradição arraigada desse procedimento, as leis transformaram o uso a favor do acionista e não mais do administrador ou controlador, e muito menos de instituições financeiras.

Assim o projeto de lei da Sociedade Anônima Européia no seu art. 88: "Tendo o acionista direito de voto, pode se fazer representar na assembleia geral por um mandatário. Não podem ser mandatários os membros da administração, os membros do conselho de vigilância, os prepostos da sociedade ou de sociedades dela dependentes (coligadas)." No mesmo sentido, o Código Civil italiano, art. 2.372, na sua redação modificada pela Lei nº 217, de 7 de junho de 1974: "A representação não pode ser conferida nem aos administradores, aos fiscais e aos dependentes da sociedade, nem às sociedades controladas, nem aos administradores, fiscais e dependentes desta, nem aos estabelecimentos ou instituições de crédito".

Transformando o uso de procuração em benefício para os acionistas, cujas ordens expressas e pormenorizadas devem ser obedecidas, temos os arts. 132 e segs. do Decreto Francês de 28 de março de 1967. Essas disposições francesas, adotaram inteiramente os

Em conseqüência, todos os assuntos de competência da assembleia geral, tais como eleição dos administradores, aprovação periódica da gestão dos mesmos, reforma estatutária, etc. serão decididos por um reduzidíssimo percentual de ações (arts. 129, 135 e 136, cits.) já que o anteprojeto exclui do direito de voto as ações ordinárias ao portador e amplia desmesuradamente o percentual das ações preferenciais (art. 15, § único)⁵.

Temos, dessa forma, a total estratificação da propriedade da companhia em mãos dos controladores.

A respeito, vale transcrever as críticas ao anteprojeto contidas no estudo da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro:

"Dentre os mais nefastos efeitos a que se vai submeter a economia do País com a manutenção e acirramento do uso de ações preferenciais sem direito a voto, está invisível e não mencionada em qualquer das críticas feitas publicamente ao anteprojeto, a grave injustiça social que representa a cristalização definitiva da propriedade empresarial do País por via sucessória.

No Brasil, dada a facilidade com que se vai permitir controlar uma Sociedade Anônima, através do mecanismo legal da detenção de apenas 16,7% da mesma, e do momento em que o ativo retido pelos sucessores do empreendedor original é um título que não circula no mercado, pois neste a preferência do investidor pela liquidez fará com que existam apenas as ações preferenciais, nada mais restará a herdeiros de ações ordinárias de empresas abertas do que uma das três opções:

- a. negociarem suas posições entre si;
- b. constituírem uma empresa *holding*;
- c. unirem-se para a venda do controle da companhia.

A eficiência, o maior volume de inversões na empresa, a capacidade de trabalho e as demais potencialidades de terceiros de alguma forma vinculados a estas companhias, nunca serão levados em consideração para guindá-los a posições de maior poder decisório.

procedimentos da lei e regulamentos americanos já citados neste trabalho, cuja finalidade é exatamente a de transformar o antigo abuso da década de 1930 em prática legal de ampliação da participação dos acionistas no conhecimento pleno da vida social e em suas deliberações. A respeito, Louis Loss: "A atomização do colégio acionário, com a concomitante separação da propriedade da administração, coloca o conceito de assembleia geral a mercê do instituto da procuração. Esse fato confere à procuração uma força extraordinária, tanto no sentido do justo quanto aquele do injusto em nosso sistema econômico. Se não for adequadamente regulado o instituto da procuração é um convite aberto à autopetuação e à irresponsabilidade dos administradores. Devidamente limitada por lei, pode, por outro lado, resultar num instrumento de recuperação de todo o regime da sociedade anônima" (*Securities Regulation*, Ed. 1961, Boston, págs. 857/8).

(5) O art. 15, parágrafo único tem a seguinte redação: "O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrições no exercício desse direito, não pode ultrapassar dois terços do total das ações emitidas".

Cristaliza-se a propriedade, em consequência estratifica-se o setor empresarial da sociedade e se divide em castas totalmente distintas: empresários, administradores profissionais leais a estes e acionistas."

Com essa redução absoluta das ações votantes, o anteprojeto derroga o fundamental princípio democrático das sociedades anônimas, qual seja, o de maior participação possível dos acionistas nas deliberações da assembléia geral.

E para evitar qualquer possibilidade de abertura democrática por espontânea iniciativa estatutária dos acionistas, o anteprojeto proíbe que as companhias abertas – portanto, aquelas com ações junto ao público – aumentem o *quorum* legalmente previsto para deliberações da assembléia geral (art. 129, § 1º e art. 136)º.

Vai mais longe o anteprojeto nesse cerceamento do direito de voto nas assembléias gerais, ao dispor que a Comissão de Valores Mobiliários poderá diminuir ainda mais o *quorum* deliberativo nas assembléias gerais das companhias abertas (art. 136, § 2º)⁷.

Temos assim o desaparecimento da função deliberativa da maioria dos acionistas. A assembléia geral será meramente homologatória da escolha e gestão dos administradores, sem qualquer possibilidade de desapropriação ou censura por parte dos acionistas minoritários, já que constituída apenas dos controladores ou dos próprios administradores através das referidas procurações em causa própria (art. 126, § 1º, cit.).

E já que a assembléia geral vai se transformar em instituição meramente decorativa e sem qualquer poder efetivo por parte das minorias, o anteprojeto determina que as demonstrações financeiras registrarão, desde logo, a desti-

nação dos lucros, no pressuposto de sua aprovação pela assembléia geral (art. 177, § 3º)⁸.

Esse dispositivo serve para evidenciar que nenhuma possibilidade terá a assembléia para propor destinação diferente da estabelecida previamente pela administração.

E por não ser mais a assembléia geral a instituição soberana da sociedade, o anteprojeto lhe retira várias atribuições. Por exemplo, na companhia aberta, o grupo controlador pode delegar os poderes da Assembléia Geral ao Conselho de Administração no tocante à decisão sobre época de emissão, vencimento, subscrição e colocação de debêntures (art. 59, § 1º) e emissão de bônus de subscrição (art. 59, § 1º e art. 76).

2. CENSURA PRÉVIA PELOS CONTROLADORES.

Outro argumento promocional freqüentemente utilizado é o de que o anteprojeto cria um amplo sistema de informação ao acionista e ao mercado de capitais no que respeita à gestão dos administradores e negócios da companhia.

Nada é menos verdadeiro. Primeiramente, porque a participação dos acionistas minoritários na assembléia geral foi claramente cerceada, na medida em que o anteprojeto possibilita a lavratura da ata na forma sumária (art. 130, § 1º)⁹.

Em consequência, serão apenas transcritas na ata as decisões tomadas de acordo com a vontade dos controladores. As declarações de votos discordantes e de acionistas dissidentes não serão mais transcritas no corpo da ata, ficando tão somente arquivadas na companhia (art. 130, cit.).

(6) Esses artigos têm a seguinte redação:

"Art. 129, § 1º – O estatuto da companhia fechada pode aumentar o *quorum* exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias."

"Art. 136 – É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito de voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia fechada, para deliberar sobre. . ."

(7) O § 2º do art. 136 tem a seguinte redação: "A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução de *quorum* previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade de ações dispersa no mercado e cujas três últimas assembléias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto".

(8) O § 3º do art. 177 tem a seguinte redação: "As demonstrações financeiras registrarão a destinação dos lucros segundo a proposta dos órgãos da administração no pressuposto de sua aprovação pela Assembléia Geral".

(9) O § 1º do art. 130 tem a seguinte redação: "A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas, desde que: a) os documentos ou propostas submetidos à assembléia, assim como as declarações de voto ou dissidência, referidos na ata, sejam numerados seguidamente, autenticados pela mesa e por qualquer acionista que o solicitar, e arquivada na companhia; b) a mesa, a pedido de acionista interessado autentique exemplar ou cópia da proposta, declarações de voto ou dissidência, ou protesto apresentado".

Com esse expediente inteiramente iníquo, o grupo controlador impede que a ata da assembléia geral seja uma fiel transcrição de todos os votos e eventuais protestos dos acionistas discordantes e minoritários que porventura se aventurem a comparecer ao conclave¹⁰.

Impede mais o anteprojeto que sejam publicadas nos jornais essas manifestações discordantes (art. 130, § 3º)¹¹.

Ao não se transcrever, e muito menos se publicar as interpelações, os pedidos de esclarecimentos e os votos discordantes e dissidentes, a grande maioria dos acionistas – quase todos sem direito de voto – não podem tomar conhecimento de eventuais questões societárias de seu interesse levantadas junto aos controladores e a administradores, durante a assembléia geral.

Em conseqüência, os controladores, através dessa ata censurada, impedem, concretamente, que os demais acionistas possam exercer convenientemente, com base em ampla informação publicada, os seus direitos, próprios ou derivativos, contra esses mesmos controladores ou administradores.

Esse regime de censura prévia a favor dos controladores tem recebido severa condenação por parte das entidades e juristas que estudaram o anteprojeto.

Assim a Ordem dos Advogados do Brasil - Seção de São Paulo, em estudo citado:

“Possibilita o art. 130, parágrafo 1º, a lavratura de ata sumária. Transcrevendo-se, pois, apenas as deliberações, não serão mais publicados abusos e irregularidades, apontados por acionistas divergentes e os votos vencidos. Cerceiam-se, portanto, a informação e publicidade, dispensando-se, outrossim, na ata, a assinatura de todos os participantes, satisfazendo-se, apenas com a de quantos bastem para assegurar maioria deliberativa.”

(10) Sob nenhum pretexto pode ser invocada a Regra 14a-8(c) do Regulamento do *Securities Exchange Act*, de 1934, que proporciona à administração uma série de justificativas com base nas quais pode se opor à inclusão de determinada proposta de acionista. A regra contempla hipóteses totalmente diversas ligadas em geral ao *strike litigation* e a propostas não concretas, cuja tipificação exaustiva limita arbítrio do administrador e lhe dá, por outro lado, responsabilidade gravemente sancionável no sistema legal norte-americano, tanto estadual (leis societárias), como federal (leis sobre mercado de capitais).

(11) O § 3º do art. 130 tem a seguinte redação: “Se a ata não for lavrada na forma permitida pelo § 1º poderá ser publicado apenas o seu extrato, com o sumário dos fatos ocorridos e a transcrição das deliberações tomadas”.

No mesmo sentido, o estudo do Prof. Bulgarelli para a Associação dos Advogados de São Paulo:

“Nesse sentido, também se encontra a adoção da ata sumária que constitui, realmente, um atentado ao direito inalienável do acionista de fiscalização dos negócios sociais. A propósito é bom lembrar que a lei francesa de 1966, inseriu dispositivo dos mais úteis e oportunos que permite ao acionista solicitar a inserção na ordem do dia de assunto que deseja seja submetido à discussão, não se permitindo que o edital faça referência sincopada aos assuntos a serem tratados, exigindo que sejam bem explícitos. São regras, assim, que dão ao acionista confiança de que seu investimento pode ser fiscalizado.”

Também o Prof. Alberto Rocha Azevedo, em estudo citado:

“O art. 130, ao permitir apenas o resumo dos fatos ocorridos, obsta completamente a que se leve ao público o conteúdo em inteiro teor de fatos graves, trazidos ao conhecimento da assembléia. Assim, havendo por exemplo, votos por escrito, contrários à aprovação das contas, poderão os controladores segundo o anteprojeto declarar em ata apenas o seguinte:

‘As contas foram aprovadas por maioria de votos.’ Tal declaração que tudo acoberta será considerada sumário dos fatos. Por força do art. 130, portanto, os acionistas dissidentes ou não controladores ver-se-ão desprovidos de qualquer remédio para alertar os demais acionistas segregados e aglutiná-los na luta contra os abusos dos administradores e dos controladores.”

3. O INATINGÍVEL ACESSO À INFORMAÇÃO.

O anteprojeto mantém outra iniquidade: exige um percentual muito alto de capital para o exercício do direito à informação, ao invés de outorgar essa prerrogativa a qualquer acionista individualmente, como o fazem as legislações societárias dos demais países.

A iniquidade é tanto maior quando se sabe que toda a propaganda do anteprojeto girou em torno da proteção ao acionista minoritário, apontando especialmente o pleno direito à informação.

No entanto, o anteprojeto dispõe que somente acionistas que representem 5% ou mais do capital é que poderão exigir dos administradores informações sobre *insider trading* e demais atos ou fatos relevantes relacionados com a

gestão da companhia e dos respectivos conglomerados (art. 158)¹².

E os acionistas possuidores desse elevado percentual de capital somente poderão requerer essas informações por ocasião da Assembléia Geral.

E mesmo que os acionistas interessados consigam agrupar o difícil *quorum* de 5% na Assembléia, o seu pedido de informações e eventuais respostas poderão ser censurados pelos controladores, não constando da respectiva ata, nem de sua publicação pelos jornais, como vimos anteriormente (art. 130, cit.).

Em conseqüência, os demais acionistas e o mercado de capitais deixarão de conhecer, em virtude da publicação

(12) O art. 158, sob o título "Dever de Informar", tem a seguinte redação:

"Art. 158 - O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

Parág. 1º - O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia geral ordinária, a pedido de acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social:

- a) o número de valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretos ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

Parág. 2º - Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

Parág. 3º - A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

Parág. 4º - Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da Assembléia Geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

Parág. 5º - Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (Parágrafo 1º, alínea e) ou deixar de divulgá-la (Parágrafo 4º) se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso."

censurada e sumariada da ata, as razões do pedido de informações e dos eventuais esclarecimentos prestados ou omitidos.

E para coroar a completa inviabilidade do exercício desse proclamado direito de informação, o anteprojeto permite que os administradores se recusem a prestar as informações pedidas e impeçam a publicação dessa recusa, "se entenderem que a sua revelação poderá colocar em risco interesse legítimo da companhia" (art. 158, § 5º, cit.).

Após escamotear o "dever de informar" dos administradores, o próprio art. 158, § 3º, citado, estabelece, isto sim, a responsabilidade do acionista por abuso que praticar na utilização dos atos ou fatos revelados pelos administradores. Esse preceito tem por objetivo apenas afastar do acionista qualquer veleidade de ousar informar-se sobre *insider tradings* dos administradores, o que, de resto, seria mesmo impossível, face ao altíssimo percentual de capital exigido, como vimos.

É esclarecedor, a respeito desse art. 158, § 3º, o relatório da ABRASCA¹³:

"A grande novidade no entanto repousa na fixação da responsabilidade no exercício de voto: - o acionista deve exercer esse direito no interesse social;

- considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de (a) causar dano à companhia; (b) causar dano a outros sócios; (c) obter para si ou para outrem vantagem a que não faz jus.

O acionista responderá por danos causados pelo exercício abusivo do voto.

Assim se elimina, de vez, o que alguém já chamou, talvez com exagero, o abuso da minoria e a necessidade de proteção à maioria, considerada como porta-voz da vontade social."

Acrescentaríamos a esse magnífico relatório que o anteprojeto elimina de vez, não o "abuso da minoria", mas a própria minoria e não apenas protege "a maioria porta-voz da vontade social"; mas a transforma definitivamente no grupo social com totais privilégios e nenhuma responsabilidade.

(13) Simpósio sobre o anteprojeto da Lei de S.A. realizado pela ABRASCA - Associação Brasileira de Sociedades de Capital Aberto, realizado em São Paulo, em 20 de abril de 1976.

A absoluta inocuidade e ao mesmo tempo iniquidade do falso regime de *full disclosure* acenado pelo art. 158 do anteprojeto foi apontado pela OAB de São Paulo, em seu estudo já referido:

“Ao estabelecer, no art. 158, o dever de informar a que fica sujeito o administrador de companhia aberta, o anteprojeto requer *quorum* sobremaneira elevado. Realmente o administrador só é obrigado a atender pedido informativo, relativo a negócios e vantagens colaterais, de que participe, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) do capital social. Ora, tratando-se de companhia aberta, caracterizada pela extrema difusão das ações, torna-se muito difícil, em consequência dos óbices antepostos à publicidade das assembleias gerais, acima apontados, reunir tal *quorum*, frustrando-se, praticamente, o direito de obter informações.”

E ainda o Prof. Alberto Rocha Azevedo, em estudo citado:

“No que concerne ao art. 158, a exigir percentual mínimo de 5% do capital social, para obtenção de informes sobre negócios colaterais dos administradores com a própria companhia e outras informações, a crítica não sofreu qualquer reparo na pretensa resposta. Confirma-se a clamorosa iniquidade que se urde contra os acionistas nesse dispositivo. Tais informações só podem ser obtidas pelos acionistas em caso de companhia aberta, e nessas sociedades, de extrema difusão das ações pelo público, será totalmente improvável reunir-se 5% para obtê-las.

O referido art. 158, como todos os demais que pretensamente se arvoram como inovadores da proteção aos acionistas é enganoso e demagógico. Acena-se com um direito que é inatingível, porque irrealizável na prática. Como obterem-se, por exemplo, para simples informes, 5% do capital global da Light, do Unibanco, do Banco Brascan S.A. e de outras sociedades abertas tais como o Banco do Brasil S.A., da Petrobrás S.A., da Souza Cruz S.A. ou da Alpargatas S.A.?

Da lista das principais sociedades, cujas ações são cõtadas na Bolsa de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro, será praticamente impossível encontrar grupo dissidente que, em assembleia, poderá utilizar-se de informações, obstadas pelo referido dispositivo.”

Também em estudo do Prof. Bulgarelli para a Associação dos Advogados de São Paulo:

“Faltam normas mais explícitas contra o acionista controlador em relação ao *insider trading*, não se tendo formulado um sistema rígido de punições que poderia ir até a esfera penal. Deve a lei, nesse ponto, para inspirar confiança, ser incisiva e enérgica, não permanecendo em proibições inócuas pelas dificuldades de apuração e pela falta de punições especificamente determinadas.”

Por tudo isso, o anteprojeto se apresenta como iníquo protetor dos controladores e dos administradores. Compare-se o lesivo preceito do art. 158 do anteprojeto com os

modernos preceitos de *full disclosure* das legislações alemã, francesa, européia e americana que, sem exceção, consagram o direito de todo e qualquer acionista obter informações, independentemente do percentual de ações que possua, no curso da assembleia geral ou fora dela¹⁴.

4. ACIONISTAS SEM DIREITO DE PREFERÊNCIA.

Quanto aos direitos essenciais dos acionistas, consagrados no direito vigente, o anteprojeto suprimiu, diminuiu ou neutralizou os de maior importância, o que constituiu um evidente retrocesso.

Assim, ficou definitivamente derogado o princípio estabelecido no vigente Decreto-lei 2.627, de 1940¹⁵, de preferência absoluta dos acionistas na subscrição de aumentos de capital (art. 173)¹⁶.

Exatamente nas sociedades abertas, ou seja, nas que têm suas ações lançadas junto ao público é que essa derrogação pode prevalecer, na medida em que a companhia adote o regime de capital autorizado. Nesta hipótese, o acionista não terá direito de preferência sobre as novas ações decorrentes de aumento do capital subscrito, nem

(14) Veja a respeito os arts. 131 e 132 da Lei de S.A. alemã, de 1965; os arts. 168 e segs. da Lei de S.A. francesa, de 1966 e o respectivo decreto regulamentador, de 1967, arts. 135, 138, 139, 140. Também o art. 90 do anteprojeto da lei de S.A. européia. No Direito americano, os arts. 13, 14 e, principalmente, 16 do *Securities and Exchange Act*, de 1934, cujos preceitos informaram as legislações supracitadas, mais recentes. Compare-se, ademais, essa legislação com o iníquo art. 124, § 3º do anteprojeto.

(15) Já a lei 4.728, sob a mesma inspiração do atual anteprojeto, havia derogado em parte o princípio absoluto de preferência dos acionistas, nos aumentos de capital (art. 46, § 3º). Ocorre que esse dispositivo derogatório não teve qualquer eficácia nos dez anos de sua vigência, tendo sido mantido, no período, intocável o princípio de preferência dos antigos acionistas nos aumentos de capital em dinheiro.

(16) O art. 173 do anteprojeto tem a seguinte redação: “Exclusão do Direito de Preferência – O estatuto da companhia aberta que contiver autorização para aumento do capital pode prever a emissão, sem direito de preferência para os antigos acionistas, de ações, debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações e bônus de subscrição, cuja colocação seja feita mediante:

I) - venda em bolsa de valores ou subscrição pública; ou

II) - permuta por ações, em oferta pública de aquisição de controle, nos termos dos artigos 259 a 264.

Parágrafo único. O estatuto da companhia, ainda que fechada, pode excluir o direito de preferência para subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais.”

sobre as debêntures ou partes beneficiárias conversíveis em ações, ou ainda sobre bônus de subscrição.

Mesmo nos casos em que o direito de preferência é relativamente conservado, o anteprojeto determina, draconianamente, que o prazo para o seu exercício é de decadência e não de prescrição (art. 172, § 4º)¹⁷.

Desse modo, os acionistas que não subscreverem os novos títulos no tempo fixado decaem do seu direito (art. 172, § 9º)¹⁸, não podendo mais exercê-lo fora do prazo, mesmo que a sociedade assim o deseje.

5. ADMINISTRADORES COM IMUNIDADES.

O anteprojeto transforma a assembléia geral num verdadeiro escudo dos administradores contra possíveis ações de responsabilidade civil pelos prejuízos que causarem ao patrimônio social.

Ações contra administradores somente poderão ser intentadas se forem precedidas de prévia deliberação da assembléia geral em que conste expressamente da ordem do dia tal assunto. Ou então se a deliberação for consequência direta de assunto incluído na ordem do dia da assembléia geral extraordinária (art. 160, § 1º)¹⁹.

(17) O art. 172, § 4º do anteprojeto tem a seguinte redação: "O estatuto ou a Assembléia Geral fixará prazo de decadência, não inferior a trinta dias, para o exercício do direito de preferência".

(18) O § 9º do art. 172 do anteprojeto tem a seguinte redação: "Decai do direito de preferência o acionista que o não exercer no prazo fixado".

(19) O art. 160 do anteprojeto tem a seguinte redação: "Compete à companhia, mediante prévia deliberação da Assembléia Geral, a ação de responsabilidade civil contra o administrador pelos prejuízos causados ao seu patrimônio.

Parág. 1º - A deliberação poderá ser tomada em assembléia geral ordinária e, se prevista na ordem do dia, ou for consequência direta de assunto nela incluído, em assembléia geral extraordinária

Parág. 2º - O administrador ou administradores contra os quais deva ser proposta a ação ficarão impedidos e deverão ser substituídos na mesma assembléia.

Parág. 3º - Qualquer acionista poderá promover a ação, se não for proposta no prazo de três meses da deliberação da Assembléia Geral.

Parág. 4º - Se a assembléia deliberar não promover a ação, poderá ela ser proposta por acionistas que representem cinco por cento, pelo menos, do capital social.

Parág. 5º - Os resultados da ação promovida por acionista deferem-se à companhia, mas esta deverá indenizá-lo, até o limite daqueles resultados, de todas as despesas em que tiver incorrido, inclusive correção monetária e juros dos dispêndios realizados.

Parág. 6º - O juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia".

O fato de ser necessário constar da ordem do dia difícil ou mesmo impede a propositura da ação, pois quem organiza a referida ordem do dia são os próprios administradores.

Assim, por exemplo, numa Assembléia Ordinária em que se discutem as contas dos diretores, não poderá ser decidida a propositura da ação contra eles, pois seria praticamente impossível que os administradores incluíssem na pauta do conclave esse item infamante. Poderiam, inclusive, os administradores alegar a não inserção dessa matéria na ordem do dia face ao seu dever de preservar a sociedade do conhecimento público de questões internas sobre a administração. Em consequência, o anteprojeto, praticamente impede que a sociedade promova ação de responsabilidade contra os seus administradores. Não contempla, ademais, o anteprojeto, a representatividade jurídica da companhia pelo Conselho de Administração, visando a propor medidas judiciais contra os diretores, como, por exemplo, estabelece o direito societário alemão²⁰.

Nem permite o anteprojeto que qualquer acionista exerça esse direito em nome da sociedade. Somente se o acionista tiver 5% ou mais do capital social é que poderá processar os administradores (art. 160, § 4º, cit.).

Além do mais, esse direito - totalmente inatingível pela generalidade dos acionistas - somente poderá ser exercido se anteriormente a assembléia geral deliberar não promover ação respectiva.

Nem ao menos a Comissão de Valores Mobiliários, a ser criada, terá esse direito de propor ações contra os administradores, como estava previsto na primeira minuta do anteprojeto.

Em consequência, as ações derivativas, que nos Estados Unidos, por exemplo, têm sido o principal instrumento de defesa das minorias, tornar-se-á completamente inatível entre nós.

Disso tudo resulta que, pelo anteprojeto, os administradores ficarão, na prática, imunes de qualquer procedimento judicial sobre sua gestão.

(20) O art. 112 da lei societária alemã, de 1965, tem a seguinte redação: "O Conselho de Vigilância representa a sociedade judicial e extra-judicialmente no que respeita aos membros da Diretoria".

A iniquidade e lesividade desses esquemas de proteção aos administradores, estabelecidos pelo anteprojeto têm recebido severas críticas das entidades e juristas.

Do Prof. Bulgarelli em seu estudo para a Associação dos Advogados de São Paulo:

“Também se une ao tema a responsabilidade dos administradores por atos ilegais e abusivos. Já é tempo de se contemplar, independentemente do número de ações, a possibilidade de o acionista reclamar em Juízo e de se estabelecer a intervenção judicial nas sociedades anônimas, fórmula adotada com êxito em outros países, que estão a merecer a sua implantação entre nós.”

Da Ordem dos Advogados do Brasil – Seção de São Paulo, em estudo também citado:

“Dentre os remédios que o anteprojeto faculta ao acionista, conta-se o de promover a responsabilidade do administrador, por atos ilegais e abusivos. Assim, os artigos 131, parágrafo único e 160, parágrafo único, permitem levar tais fatos ao conhecimento da assembléia geral, na dependência, porém, de prévia inserção na respectiva ordem do dia. Tal circunstância de *per se* traz percalços ao acionista denunciante, a quem não é dado compelir o administrador a redigir e publicar o elenco de assuntos a ele próprio demeritórios. Se o acionista, ou grupo de acionistas for vencido em assembléia geral, mas reunir, no mínimo, 5% do capital social, o parágrafo 4º, do aludido artigo 160, permite-lhe obter revisão judicial do ato, através de ação, contra o administrador, proposta em nome da própria companhia. Todavia, se os acionistas denunciante não chegarem a reunir 5% do capital social, além de obstáculos de lograr a apreciação judicial, com infringência ao preceito constitucional estatuído no art. 153, parágrafo 3º, da Lei Maior, sujeitam-se a responsabilidade, por abuso do direito de voto, nos termos do art. 115, parágrafo 3º.

Insulado e anódino o subsequente art. 161.

Ao facultar, assim ao acionista, assim a terceiro prejudicado, ação direta, reparatória de ato diretivo, exorbita o anteprojeto. Substantivamente a matéria se aloja nos arts. 159 e 1.518, do Código Civil. Trata-se, outrossim, de direito subjetivo, sob broquel constitucional, efetível através do *jus actionis*, e que o Código de Processo Civil se imbrica.

Se, na ação de responsabilidade, de que cuidam o título e o dispositivo anterior, e de que deflui o artigo em exame, o acionista, substituto processual, em nome próprio pleiteia em prol da sociedade (art. 160, § 3º e 5º), divorcia-se o art. 161 da desinência que o encima.

Esvair-se-ia, inconseqüentemente, na própria vacuidade, não se acomodasse a iludir o sopeamento a que se sujeitam os acionistas inferiorizados, conduzindo-os a enganosa suposição de que, embora carecedores de ação responsabilizatória e sujeitos ao guante da maioria, por abuso sufragista, disporem de remédio jurídico equivalente adequado”.

No mesmo sentido, o Prof. Alberto Rocha Azevedo, em estudo citado:

“No que se refere ao art. 131, cuja moralidade procuram os ilustres juristas convalidar, não logram fazê-lo.

Apenas confirmam, melancolicamente, o que já foi dito, com referência a inserção na ordem do dia, da assembléia a realizar-se, de assunto ou matéria comprometedor dos administradores, como condição para deliberar-se a propositura de ação de responsabilidade contra eles. É igualmente inexequível, já que nenhum administrador ou controlador permitiria tal inserção nos anúncios, sob pena de desmoralizar-se.

Trata-se, portanto, de mais um artigo enganosamente lançado para pretensa proteção do acionista, mas que na realidade, tranca a possibilidade da própria companhia responsabilizar, por via judicial, seus administradores.

Outra monstruosidade que se encontra no art. 160, parágrafo 4º, já referido, ao determinar que, se a assembléia não promover a ação, será necessário percentual de 5%, pelo menos, do capital, para que os acionistas o façam derivativamente. A reprodução dessa exigência de grande quantidade de capital para o exercício da ação, golpeia os interesses dos acionistas, que se verão totalmente frustrados, a troco da absoluta impunidade em favor dos administradores”.

Ao exigir que o acionista possua 5%, ou mais, do capital da companhia para propor ação social contra os administradores o anteprojeto propositadamente alinha-se no que existe de mais retrógrado em matéria de direito societário.

Nunca se cogitou no sistema da *common law* em cercar esse direito²¹. Também a lei francesa consagra o direito individual do acionista de propor ação derivativa contra os dirigentes da companhia, sem cogitar do percentual mínimo de capital²².

(21) A respeito, as lições de Cary, W.L., *Corporations – Cases and Materials*, 4ª ed., 1969, págs. 868 e segs.: “Se a obrigação de diligência e lealdade que os administradores têm com respeito à sociedade pudesse ser exigida somente pela própria sociedade, muitos atos ilícitos dos administradores não seriam jamais punidos. É óbvio que as violações dos administradores e de outros dirigentes podem acarretar danos diretos a acionistas individualmente considerados, legitimando-lhes a agir com base no seu próprio direito. De outro modo, muitas violações e omissões dos administradores ou de outros dirigentes lesariam só indiretamente os acionistas, esvaziando o patrimônio social ou utilizando-o contrariamente ao estabelecido nos estatutos sociais. As ações sociais de responsabilidade promovidas pelos acionistas individualmente (*derivative suits*) objetivam esta última espécie de atos ilícitos”.

(22) A lei francesa de 1966 é incisiva e amplamente abrangente das hipóteses de cerceamento do exercício desse direito pelo acionista individual, desde logo prevenindo os

Nem o pretexto da ação temerária (*strike litigation*) muito comum nos Estados Unidos, deve servir de argumento para tal iniquidade²³.

Com efeito, somente quando esse direito é deferido a qualquer acionista, independentemente do percentual de capital, é que se pode proteger as minorias acionárias contra os abusos dos administradores, de resto, quase sempre conluídos ou mesmo a serviço dos controladores nestes casos²⁴.

6. SOMENTE AÇÕES DOS CONTROLADORES TÊM VALOR.

Um dos argumentos reiteradamente apresentado para a formulação do anteprojeto de S.A. destacadamente do Código Civil foi o da necessidade urgente de proteger os acionistas, notadamente os minoritários, frente à posi-

eventuais abusos dos controladores e administradores conluídos para o impedimento do seu exercício pelos acionistas minoritários. Assim, os artigos seguintes:

"Art. 245 - Além da ação para o ressarcimento do dano diretamente sofrido, os acionistas podem, seja individualmente, seja em grupo, propor ação social de responsabilidade contra os administradores. Os autores podem requerer o ressarcimento de todo o dano sofrido pela sociedade."

"Art. 246 - Será considerado não escrito o artigo dos estatutos sociais que tenha por efeito subordinar o exercício da ação social ao prévio parecer ou autorização da assembleia geral, ou que implique em renúncia antecipada ao exercício de tal ação. Nenhuma deliberação da assembleia geral pode ter o efeito de extinguir a ação de responsabilidade contra os administradores por violações cometidas no exercício de suas funções."

(23) Veja-se a respeito, o voto do Juiz Rifking, no processo *Brendle x Smith*, no Distrito de Nova York, no ano de 1942: "A despeito dos numerosos abusos cometidos com as ações de responsabilidade propostas por acionistas individualmente (*derivative suits*) essas ações tiveram uma enorme importância no aperfeiçoamento do regime societário, especialmente na proteção dos acionistas face aos administradores. Essas ações levaram os administradores a obedecer os princípios de uma gestão responsável do patrimônio de terceiros e a uma rigorosa lealdade nas suas atividades."

A medida da eficácia das ações sociais de responsabilidade propostas por acionistas individualmente não pode ser avaliada em termos de simples ressarcimento monetário obtido em consequência de sua propositura.

O efeito dissuasivo de tais ações indubitavelmente evitou a apropriação indébita de enormes patrimônios, em prejuízo dos acionistas e a favor dos administradores ou de terceiros."

(24) Sobre o assunto são oportunas as observações de Cary, *in ob. e loc. cit.*:

"Se a maioria dos acionistas leva vantagem das violações cometidas pelos administradores, essa violação continuará a existir, a ponto de serem eleitos pela maioria os mesmos administradores ou outros que se comprometam a não promover ações objetivando os atos ilícitos cometidos pelos seus predecessores."

ção privilegiada dos administradores e dos acionistas controladores.

Deveria, portanto, o anteprojeto propor medidas concretas de equidade entre acionistas controladores e não-controladores quando da venda das ações de controle da sociedade.

A determinação de que tal assunto fosse tratado no anteprojeto de forma prioritária, está contida na Justificação da Reforma da Lei de S.A., da lavra dos Ministros da Fazenda e do Planejamento ao Sr. Presidente da República, de junho de 1974 (Exposição de Motivos CDE nº 14, de 25 de junho de 1974).

Esse documento, a respeito, assegura o seguinte:

"A lei estabelecerá mecanismos que impeçam que cada ação do majoritário possua um valor potencial muito superior ao de cada ação do minoritário."

Esse o objetivo governamental expresso nesse documento oficial de diretrizes do anteprojeto.

Não é outro o pensamento manifestado pelo Prof. Mário Henrique Simonsen, em seu citado livro *Brasil 2002*, pág. 128:

"O que não parece plausível é gerar condições em que cada ação do majoritário vale muito mais do que cada ação do minoritário."

E não é outra a ideologia contida no II PND, que a respeito da Reforma da Lei das Sociedades Anônimas, estabeleceu as seguintes diretrizes:

"Com o objetivo de proteger as minorias acionárias e desenvolver o espírito associativo entre os grupos empresariais privados, reformar-se-á a lei das sociedades por ações tendo em vista os seguintes objetivos: evitar que cada ação do majoritário possua valor de mercado superior a cada ação do minoritário²⁵."

Ao examinarmos, porém, o anteprojeto e exposição de motivos dos seus relatórios de 18 de abril de 1975, verificamos que a política governamental oficial e reiterada-

(25) O texto citado está na pág. 119 da publicação oficial. De resto, esse objetivo inserido no II PND foi objeto do discurso do Sr. Presidente da República, ao apresentar em 10 de setembro de 1974, a seu Ministério, o Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento, quando o Chefe da Nação repetiu textualmente o texto acima.

mente proposta não foi apenas esquecida, mas frontalmente contrariada.

Com efeito, e para perplexidade geral, a referida Exposição de Motivos dos relatores do anteprojeto nega expressamente o princípio de equidade na transferência de controle, entre controladores e minoritários, nas seguintes palavras:

“O anteprojeto fixa normas sobre alienação de controle de companhias abertas, com base nas considerações a seguir resumidas:

- a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor unitário das ações que o asseguram; o valor das ações resulta do direito que confere, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o do controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas;
- b) a transferência do controle, qualquer que seja o preço da negociação das ações, não acarreta, em princípio, agravo a direito do minoritário;
- c) os exemplos das vendas de controle de instituições financeiras, que apresentam circunstâncias peculiares, não devem servir de justificativa para normas gerais que pretendem negar o valor do mercado de controle;
- d) o anteprojeto reconhece a realidade do poder do acionista controlador para atribuir-lhe responsabilidades próprias, de que não participam os acionistas minoritários; seria, pois, incoerente, se pretendesse, para efeitos de transferência desse poder, negar a sua existência e proibir o mercado de lhe atribuir valor econômico.”

Pergunta-se: como conciliar essa verdadeira declaração de privilégio econômico a favor dos acionistas controladores com a citada CDE nº 14, com o próprio II PND e com o pronunciamento do Sr. Presidente da República, de 10 de setembro de 1974?

Uma lei que segundo os objetivos governamentais deveria ser uma verdadeira carta constitucional de direitos dos acionistas minoritários, está esboçada como um ato extintivo das prerrogativas dos acionistas.

Com efeito, não existe precedente em qualquer país, de um anteprojeto que, no seu preâmbulo, declare taxativamente que os acionistas controladores têm o direito de embolsar o *premium* na venda do controle da companhia, não assistindo aos demais acionistas, que ao longo da vida da sociedade contribuíram para o seu capital, qualquer direito nessa transação.

Desde 1932, por força da obra de Berle e Means, *Sociedade por Ações e Propriedade Privada*, vem se debatendo a questão de como, efetivamente, garantir tratamento patrimonial igual ou semelhante aos minoritários quando da venda de suas ações pelo controladores.

A teoria de Berle e Means baseia-se no pressuposto de que ao se vender o controle se está alienando o próprio valor patrimonial da sociedade no seu todo; valor patrimonial que na realidade determina o preço da transação. Esse fato deveria fazer com que a sociedade e não os acionistas controladores recebessem o *premium*, ou seja, o ágio resultante de mudança do controle.

Essa tese embora não tenha se efetivado, teve o mérito de suscitar o problema ético de tratamento compensatório aos acionistas minoritários quando da cessão de controle.

Dessa época para cá a evolução da consciência jurídica tem sido sempre direcionada para a efetiva proteção dos não controladores ²⁶.

Nos Estados Unidos, a doutrina vem cada vez mais afirmando o princípio de igualdade de tratamento para todos os acionistas ²⁷.

E também os tribunais têm sido cada vez mais concordes ao exigir tratamento equitativo para os acionistas minoritários. O caso *Perlman v. Feldman*, de 1955, estabeleceu o princípio que os controladores têm o dever próprio dos administradores de bens alheios, não podendo alienar o controle da companhia a outro grupo cuja política poderia ser contrária aos interesses dos minoritários ²⁸.

Outras decisões têm exigido equidade de tratamento aos minoritários nas vendas de controle, fundadas na teo-

(26) Essa evolução foi objeto de largo estudo de Fábio Comparato, ob. cit., págs. 217 e segs., cujo relato das diversas legislações e de jurisprudência, termina: “Como se vê, o direito tende, nos países desenvolvidos do Ocidente, a assegurar a todos os acionistas da mesma categoria, na hipótese de transferência onerosa de controle uma igualdade de tratamento” (págs. 244/5).

(27) Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, *Harvard Law Review*, vol. 78; Noyes Leech, *Transactions in Corporate Control*, Pennsylvania, 1956; etc.

(28) Coube, no caso, aos acionistas minoritários receber o valor do *premium* recebido por Feldman e seus familiares, sob o fundamento de que esse ágio correspondeu à venda de um bem social. Essa decisão, portanto, teve o mérito de trazer novamente à tona a teoria inicial de Berle e Means, acrescida da teoria do mandatário fiel.

ria do mandatário fiel. Assim, a Corte Suprema da Califórnia decidiu que os acionistas não controladores têm o direito de ser colocados em posição pelo menos tão favorável quanto aquela que os majoritários obtiveram para si próprios.

Tem assim o direito norte-americano proclamado o tratamento eqüitativo e mesmo patrimonialmente idêntico no que respeita ao *premium* pago na venda de controle.

A Inglaterra, através de um sistema de auto-regulamentação profissional estabelecido pelo *City Code*, adota o critério de extensão aos minoritários da oferta feita aos controladores. A respeito, dispõe o art. 10, do *City Code* (1971):

“Os administradores que, diretamente ou então com a participação de familiares ou fiduciários, detenham o efetivo controle de uma sociedade, ou então os acionistas que se encontrem em tal posição e tenham representantes seus no Conselho de Administração, não devem, salvo casos excepcionais, ceder as respectivas participações de controle, a não ser que os adquirentes de tais participações se obriguem a estender, dentro de um razoável período de tempo, a própria oferta de compra aos acionistas remanescentes.”

Também a França passou a seguir orientação semelhante, com o Decreto de 6 de março de 1973, que alterou o Regulamento Geral da *Compagnie des Agents de Change* e disciplinou a cessão dos chamados “blocos de controle”. A nova disciplina francesa baseia-se no princípio ético já consagrado, de que os investidores devem participar não só dos riscos da sociedade, mas também das vantagens pecuniárias que uma cessão de controle possa trazer. Tal decreto regula efetivamente a questão a favor dos acionistas minoritários, obrigando o adquirente do controle a propor a compra em Bolsa de todas as ações que lhe forem oferecidas, nas mesmas condições propostas aos detentores do controle.

Portanto, forma-se um consenso jurídico universal a favor do acionista minoritário, no caso de venda de controle, e que se traduz por medidas legislativas e de auto-regulamentação em todos os países.

O Brasil não vem fugindo a esse movimento; após uma década de abusos na venda do controle com prejuízo dos minoritários o Deputado Herbert Levy, apresentou Projeto de Lei (nº 1.042) propondo que “na transferência

do controle acionário, por venda, os acionistas minoritários nas sociedades anônimas de capital aberto receberão por suas ações preço igual ao estabelecido para as ações do grupo ou grupos majoritários”.

Esse projeto mereceu parecer favorável da Comissão de Constituição e Justiça e diversas sugestões substitutivas, também favoráveis, de várias entidades, inclusive de Bolsas de Valores e da Associação Comercial de São Paulo.

Essa iniciativa do Deputado Herbert Levy, que reflete a maturidade da consciência nacional a respeito, ficou entretanto suspensa pela citada Mensagem do Sr. Presidente da República, de 10 de setembro de 1974, declarando que, na reforma da Lei das S.A., seria determinado que cada ação do majoritário não poderia possuir valor de mercado superior a cada ação do minoritário.

Eis, no entanto, o resultado: a minuta do anteprojeto consagra – com todas as letras – o princípio do privilégio dos majoritários e do valor desigual de mercado das ações de controle e não-controle.

Essa estarrecedora declaração de princípios, além de contrariar a própria vocação do Direito, que é de proteger as minorias em todos os setores da vida social, representa um efetivo retrocesso no que respeita à própria realidade do nosso mercado. Com efeito, desde a louvável iniciativa dos controladores da Cia. União dos Refinadores, em 1973, de estender a todos os acionistas com direito a voto a possibilidade de venderem suas ações ao adquirente do controle por valor igual àquele que os majoritários haviam recebido, inaugurou-se no Brasil um espontâneo consenso no mesmo sentido. É o que vem ocorrendo com as companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. A oferta pública de compra tem sido utilizada em tais casos, inclusive em benefício de minoritários portadores de ações preferenciais.

Portanto, o anteprojeto, não só contraria toda a legislação e a *common law* de outros países, como põe por água abaixo no Brasil os esboços legislativos em estudo, o próprio II PND, a Exposição de Motivos dos Ministros do Planejamento e Fazenda, e mais grave ainda, os usos e costumes, que num alto sentido de justiça vêm sendo espontaneamente adotados por acionistas controladores de companhias abertas cotadas em Bolsa.

Evidentemente que diante de tal realidade, o anteprojeto, em alguns específicos casos e em determinadas áreas, procura neutralizar o princípio central que adota, de discriminação de valor e tratamento entre ações de controle e não-controle.

O art. 256²⁹ dispõe que na alienação de controle de companhias sujeitas a autorização governamental (concessionárias de serviços públicos, instituições financeiras, etc.) a autoridade competente (Banco Central, Ministérios, etc.) deve subordinar sua aquiescência a que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários.

Essa intervenção administrativa se restringe às companhias concessionárias autorizadas a funcionar pelo poder público, estando definitivamente excluídas da mediação da autoridade todas as demais empresas que operam livremente, e que constituem a maioria absoluta das companhias abertas e fechadas.

O fundamento do citado art. 256 para a eventual exigência da autoridade é encontrado na teoria dos "intangíveis", ou seja, de que a carta autorizatória governamental tem um valor econômico que deve ser partilhado entre todos os acionistas.

Ora, se essa teoria dos intangíveis é válida – fazendo ressurgir, em parte, a discutida tese do patrimônio social de Berle e Means – por que não estendê-la a todas as companhias em caso de venda de controle? Se a carta governamental constitui um intangível, por que não seria também um intangível, por exemplo, o contrato de concessão de uma indústria automobilística a uma empresa concessionária de venda de veículo? Por que, por exemplo, não seria conside-

rado um intangível um contrato de locação comercial de quinze anos para as atividades de comércio da empresa em ponto privilegiado?

Para completar a iniquidade de tratamento aos acionistas minoritários no caso de compra de controle por companhia aberta, a minuta adota, no art. 257³⁰, a teoria do *fairness merger*, para proteger os acionistas da companhia compradora do eventual pagamento de um preço excessivo aos controladores – e apenas a estes – da companhia incorporada.

Portanto, a hipótese do citado art. 257 não protege os acionistas minoritários da empresa cujo controle está sendo adquirido.

O injustificável retrocesso que o privilégio aos controladores representa no caso de venda de controle, contraria a consciência jurídica do país, devendo, a respeito ser mencionado o estudo do Prof. Bulgarelli para a Associação dos Advogados de São Paulo:

“Reconhecendo a diferença existente entre os vários tipos de acionistas (empresários, especuladores e rendeiros), no que merece aplausos, inclina-se, contudo, para os controladores, no que merece críticas. O fato de ter consagrado normas destinadas a firmar a responsabilidade dos controladores e a evitar o *insider trading*, não desfigura a caracterização flagrante de proteção aos controladores e a transmissão do controle, sem garantias aos não

(30) O art. 257 do anteprojeto tem a seguinte redação: “Aprovação pela Assembléia Geral da Compradora – A compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil, dependerá de deliberação da Assembléia Geral da Compradora, especialmente convocada para conhecer da operação sempre que:

I – o preço de compra constituir, para a compradora, investimento relevante (art. 248, parágrafo único); ou

II – o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia todos os três valores a seguir indicados: a) cotação média das ações em bolsa, durante os noventa dias anteriores à data da contratação (art. 255, parág. único); b) valor de patrimônio líquido (art. 249) da ação ou quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado (art. 184, parág. 1º); c) valor de lucro líquido da ação ou quota, que não poderá ser superior a quinze vezes o lucro líquido anual por ação (art. 188, nº VII) nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente.

Parág. 1º – A proposta ou contrato de compra deverá ser submetido à prévia autorização da Assembléia Geral, ou à sua ratificação, sob pena de responsabilidade dos administradores, instruído com todos os elementos necessários à deliberação.

Parág. 2º – Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia todos os três valores de que trata o número II, o acionista dissidente da deliberação da assembléia que a aprovar terá o direito de retirar-se da companhia mediante reembolso, nos termos do artigo 137 do valor de suas ações”.

(29) O art. 256 do Anteprojeto tem a seguinte redação: “Companhia Aberta Sujeita à Autorização – Art. 256 – A alienação do controle de companhia aberta que dependa de autorização do Governo para funcionar e cujas ações ordinárias sejam, por força de lei, nominativas ou endossáveis, está sujeita a prévia autorização do órgão competente para aprovar a alteração do seu estatuto.”

“Parág. 1º – A autoridade competente para autorizar a alienação deve zelar para que seja assegurado tratamento equitativo aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para a aquisição das suas ações, ou o rateio, por todos os acionistas, dos intangíveis da companhia, inclusive autorização para funcionar”.

“Parág. 2º – Se a compradora pretender incorporar a companhia, ou com ela se fundir, o tratamento equitativo referido no parágrafo 1º será apreciado no conjunto das operações”.

controladores. Estão nessa linha a falta de dispositivos sobre o preço do controle, quando transmitido – já que não é obrigatória a forma de oferta pública da compra do controle – sem qualquer garantia ao não controlador. Insistimos no ponto em que os direitos patrimoniais dos acionistas são iguais, não se justificando o pagamento de um preço especial às ações dos controladores (empresários), em detrimento dos demais acionistas. É sabido que o preço do controle, a remuneração que o acionista empresário-controlador deve receber por seus esforços em dirigir a sociedade, deve decorrer do salário como diretor, da participação nos lucros e mesmo nos *fringe benefits* assim como em outros negócios decorrentes do poder que exercitam na sociedade e que fogem à alçada do *insider trading* e não recair também num ágio quando da transferência desse controle, o que torna suspeito o grupo controlador e não contribui para o sucesso e desenvolvimento da empresa. Curiosamente, no caso de transferência de controle, quem terá direito de recesso é o acionista do grupo comprador (art. 257, § 2º), e não o acionista não controlador do grupo vendedor, salvo, é claro, se, juntamente com a venda do controle, ocorrer alguns dos casos enumerados no art. 136 (I, II, IV e VIII).”

7. OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO APENAS PARA CONTROLADORES.

O anteprojeto regulamenta a oferta pública de compra ou permuta de ações para aquisição do controle acionário.

Trata-se de uma operação que vem sendo praticada em larga escala em todo o mundo. Também no Brasil encontramos inúmeras operações já praticadas. Tornava-se, portanto, necessária a sua regulamentação por lei, objetivando evitar os abusos que podem advir de tais promessas ao público.

Ao se incluir a matéria no anteprojeto deveria ser evidente o propósito de proteger os acionistas minoritários ou não controladores em tais transações, já que este é o objetivo atribuído à nova lei de S.A.

E assim se manifesta a referida Exposição de Motivos CDE nº 14, dos Ministros da Fazenda e Planejamento, de 25 de junho de 1974, que estabeleceu as diretrizes para o anteprojeto:

“A lei deve prever um sistema de oferta pública para as transações que envolvam uma parcela substantiva de transferência do capital votante, de modo a assegurar igualdade de acesso aos minoritários.”

Por sua vez, os relatores do anteprojeto, em sua Exposição de Motivos, de 18 de abril de 1975, declaram que o instituto de oferta pública por eles proposto se filia à mais

moderna tendência do direito estrangeiro. A respeito, assim se manifestam:

“O anteprojeto disciplina a aquisição originária do controle de companhia aberta, mediante oferta pública de compra ou permuta de suas ações. As normas adotadas baseiam-se na experiência dos mercados de capitais estrangeiros, nos quais se pratica essa modalidade de operação”.

Ao se estudar os artigos do anteprojeto referentes ao assunto se verifica, no entanto, que os mesmos não se baseiam na experiência do direito estrangeiro, mas visam, isto sim, a confinar a oferta ao reduzidíssimo círculo dos acionistas controladores.

Isto porque somente as ações com direito a voto podem ser objeto de oferta. E essa oferta visa apenas à transferência de controle. Ora, como apenas um pequeno número de acionistas será possuidor dessas ações votantes (art. 112, cit.), a oferta deverá se reduzir a um percentual sempre diminuto do capital social, não beneficiando a maioria dos acionistas.

Seja sob o ponto de vista de técnica jurídica, seja com referência à desejada (e nunca alcançada) proteção aos acionistas, o capítulo da minuta referente a oferta pública é falho, lacunoso e inteiramente contrário aos proclamados objetivos governamentais de desenvolvimento do mercado de capitais através da ampla participação dos acionistas nos negócios patrimoniais envolvendo o capital das companhias.

Já que se diz que o capítulo é baseado na experiência do direito estrangeiro, vejamos em primeiro lugar, o ponto fundamental de uma oferta pública, ou seja, o objetivo principal a ser atingido: **ASSEGURAR IGUALDADE DE TRATAMENTO A TODOS OS ACIONISTAS DE TITULARES DE AÇÕES DE UMA MESMA CLASSE**, evitando-se, ao mesmo tempo, que os acionistas das demais classes saiam prejudicados da transação.

Esse é o princípio de **IGUALDADE DOS ACIONISTAS**, e que vem norteando todas as regulamentações sobre o assunto. Por exemplo, na França, a Comissão de Operações de Bolsa, em seu regulamento relativo à oferta pública, de 13 de janeiro de 1970, declara:

“O interesse dos acionistas, no seu conjunto, deve constituir, durante a duração de uma oferta, a preocupação dominante dos

dirigentes das sociedades intervenientes, independentemente dos deveres que lhes são impostos pela gestão da empresa; esse princípio fundamental traz como consequência que nada, principalmente da parte dos dirigentes, deve impedir que todos os acionistas estejam colocados, tanto de fato, como de direito, em condições idênticas.”

Entretanto o anteprojeto, como vimos, toma posição frontalmente contrária a isso: ao invés de tentar estender a oferta ao maior número possível de acionistas, somente a admite para ações votantes, vale dizer, ações de controle (art. 258, § 2º)³¹.

Também na Inglaterra, o *City Code on Take Overs and Mergers*³² afirma, dentre os princípios gerais da operação que “o controle acionário deve ser exercitado segundo a boa-fé; é absolutamente inaceitável a opressão sobre a minoria”... “O ofertante deve usar o mesmo tratamento para todos os acionistas de uma mesma categoria da sociedade à qual a oferta se refere”.

Pelo visto, o capítulo da aquisição de controle mediante oferta pública do anteprojeto não se coaduna em nada com a legislação estrangeira, notadamente quanto ao espírito que norteou a sua formulação. Até os usos da Bolsa de São Paulo, que regulam as ofertas públicas em seu âmbito, são infinitamente superiores aos artigos 258 e seguintes do anteprojeto, seja sob o aspecto ético, seja como procedimento.

Ademais, o anteprojeto não prevê nenhuma norma de defesa e proteção dos demais acionistas não contemplados pela oferta, mesmo na eventualidade da operação lhes ser altamente inconveniente. Sequer o direito de recesso foi previsto para tal hipótese.

O anteprojeto, ao vedar as “ofertas de participação”, que poderiam vir a ser bastante vantajosas para a empresa e para o mercado de capitais, aparta-se completamente das regulamentações francesas e norte-americanas. Na França, a legislação admite que o ofertante tenha interesse em

(31) O parágrafo 2º do art. 258 tem a seguinte redação: “A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável”.

(32) O *City Code on Take Overs and Mergers* é um código ético de conduta elaborado por representantes dos agentes do mercado de capitais da City, em 1968, tendo sofrido algumas modificações posteriores, em 1970, 1971 e 1974.

adquirir uma participação de capital a partir de 15%³³. Nos Estados Unidos, admite-se a oferta pública de mera participação a partir de 5% de determinada classe.

Apenas a Inglaterra exige que uma *take over bid*, como o próprio nome indica, tenha sempre por objetivo a tomada do controle acionário. O *City Code*, art. 26, declara indesejáveis ofertas parciais, isto é, as ofertas deverão sempre visar à aquisição de 100% das ações do capital social da companhia. Ainda o art. 35, do *City Code*, determina que todo aquele, que por qualquer meio, adquirir 30% das ações votantes de uma companhia, deve lançar uma oferta pública visando à aquisição de todas as demais³⁴.

Já o anteprojeto não se afina nem com a solução francesa e americana, nem com a inglesa. Não permite o anteprojeto ofertas de participação. Obriga que a oferta vise à tomada do controle. Impede a formação de grupos minoritários atuantes. Não permite o surgimento freqüente de ofertas que pudessem efetivamente ativar o mercado de capitais. Por outro lado, não exige, como no regulamento inglês, que o ofertante adquira todas as ações da companhia, como medida real de tratamento igualitário para todos os acionistas.

O que o anteprojeto enseja é apenas a oferta pública restrita ao pequeno grupo de controladores, que serão os únicos beneficiários da transação, se a aceitarem, em detrimento de todos os demais acionistas.

Também no que diz respeito à fiscalização e ao controle da operação, o anteprojeto mostra-se falho: em primeiro lugar, não impõe autorização prévia da Comissão de Valores, a não ser na hipótese de oferta de permuta.

Em consequência, a projetada Comissão de Valores somente tomará conhecimento da oferta depois que esta tiver sido levada ao conhecimento público. Na França, nos Estados Unidos e na Itália, não se admitem ofertas públicas

(33) Na França, a matéria é disciplinada pelo regulamento geral da *Compagnie des Agents de Change*, cujo aditivo de 1973 passa a autorizar, no art. 69 que as ofertas públicas podem visar à aquisição de ações que representem apenas 15% do capital social, ou seja, tendo em vista uma participação minoritária.

(34) A nova redação do *City Code on Take Overs and Mergers*, publicada em 6 de junho de 1974 diminui o percentual anteriormente de 40% para 30%, em que o adquirente deve fazer uma oferta pública para a aquisição do restante das ações ao preço mais elevado pago nos últimos 12 meses.

que não tenham sido previamente levadas a exame das autoridades competentes, respectivamente a Câmara Sindical dos Corretores, o SEC e *Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*³⁵. Essas agências governamentais e corporativas verificarão se a proposta atende a todos os requisitos exigidos e se a mesma contém todas as garantias para a proteção dos acionistas.

Já o anteprojeto, na sua justificativa inicial, declara que a Comissão de Valores será o órgão indispensável ao cumprimento da nova lei de S.A.; como explicar que no caso de oferta pública, do maior interesse para os investidores, a dita Comissão somente saiba da oferta depois que a mesma foi lançada junto ao público?

Que papel, afinal, cabe a essa Comissão de Valores? Seria um mero registro cartorário de ofertas públicas de compras?

(35) A exigência do prévio exame pelas autoridades competentes está determinada no art. 68, do citado Regulamento da *Compagnie des Agents de Change*, na França; na Itália, tal exigência foi imposta pela recente lei de 7 de junho de 1974, art.18; nos Estados Unidos, a *Williams Bill* determina que qualquer oferta pública de aquisição de mais de 5% de ações deve ser registrada previamente no SEC.

CAPÍTULO VIII

A INCONSTITUCIONALIDADE DO ANTEPROJETO.

1. O Estado face aos monopólios. 2. O II PND e os conglomerados. 3. O eufemismo da *GRANDE EMPRESA*. 4. Privilégios especiais para os grandes grupos financeiros. 5. Privilégios especiais para as multinacionais. 6. Estrutura discriminatória contra as pequenas e médias empresas.

1. O ESTADO FACE AOS MONOPÓLIOS.

Um dos encargos fundamentais do Estado moderno e que historicamente justifica a sua presença e atuação é exatamente o de impedir, sob todas as formas jurídicas e administrativas, a concentração do poder econômico e os abusos decorrentes do excesso de poder empresarial em mãos de uns poucos.

Desde os fins do século passado que a legislação anti-truste vem se firmando como uma das maiores conquistas das nações, empenhando os governos na luta contra o domínio dos mercados por grupos poderosos.

E os Estados, ao agir em defesa dos legítimos direitos de liberdade econômica e de justo preço, estão ao mesmo tempo, defendendo a sua própria soberania e autonomia