

especialmente no Novo Mercado, uma estrutura baseada em maior nível de dispersão do capital social.

A Parte II divide-se entre a análise da função económica do mercado de controle acionário e os princípios e fundamentos de sua regulação jurídica. No Capítulo I, são analisadas as ondas de fusão e aquisição e abordadas as diversas teorias que analisam o fenómeno da aquisição de controle em termos de criação, desvio ou destruição de riqueza. No Capítulo II, define-se o objetivo da política normativa e estudam-se as principais teorias sobre a regulação da matéria, divididas em modelo de mercado, modelo pró-leilão, modelo dos administradores e modelo dos acionistas. É descrita a evolução do tema e os princípios de regulação desenvolvidos nos Estados Unidos e na Europa, sobretudo, a partir da década de 1980. É definida a orientação regulatória em relação aos trabalhadores e demais stakeholders.

A Parte III dedica-se à análise da lei brasileira. São objeto de estudo as principais questões relacionadas com as normas vigentes. Apontam-se, porém, os princípios e regras que não de ser adotados, seja no que diz com a interpretação do direito posto, seja sob perspectiva de *legisferenda*. Finalmente, definem-se os limites do campo de atuação da disciplina jurídica da aquisição de controle acionário, diferenciando-o do regime próprio das operações de reorganização societária.

Seguem-se, então, as considerações finais.

## **PARTE I**

### **TRANSFORMAÇÃO DA COMPANHIA BRASILEIRA**

Evolução do mercado de capitais brasileiro.  
Fatores e limites de seu desenvolvimento.  
Concentração do capital e dispersão acionária  
nas companhias brasileiras.

## [ CAPÍTULO I ]

### EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

Na história brasileira, antes dos anos 2000, as empresas jamais contaram com o mercado de capitais como uma fonte real e estável de captação de recursos. O financiamento de empreendimentos empresariais no Brasil deu-se, sobretudo, por meio de recursos do Estado ou do capital estrangeiro, restringindo-se a fonte privada a linhas de crédito de curto prazo.

Essa restrição de acesso a financiamento dificultou a participação das empresas brasileiras em projetos que exigem maior mobilização de capital. Por isso, o capitalismo brasileiro, até pelo menos os anos 1990, caracterizou-se pela forte participação do Estado e de grupos multinacionais nos setores de infraestrutura, da indústria de base e de tecnologia. As empresas privadas, salvo raras exceções de grupos que, no mais das vezes, contaram com apoio financeiro do Estado, tiveram espaço para desenvolver-se na indústria de bens de consumo.

A estrutura de capital das empresas brasileiras caracterizou-se, desde sua origem, portanto, pela alta concentração. O controle, em regra, é exercido por indivíduos, famílias, ou grupos multinacionais, muitas vezes com relações simbióticas com o poder político e acesso privilegiado ao financiamento estatal. A manutenção desse quadro foi reforçada pela adoção, até a década de 1990, de uma política protecionista, de fechamento financeiro e comercial, visando a atender ao

programa de substituição de importações, adotado como política de desenvolvimento do país. Assim, seja pelo fechamento financeiro e comercial, seja pela dificuldade de acesso ao crédito, havia barreiras elevadas ao ingresso de novos competidores, o que contribuiu para a manutenção de uma estrutura empresarial oligárquica, com ligações íntimas com o poder político e a burocracia estatal<sup>1</sup>.

Não era desconhecida, porém, a importância do mercado financeiro e de capitais para o desenvolvimento econômico. Ao menos desde a década de 1950, a criação de um mercado de capitais forte, que constituísse fonte efetiva de recursos às empresas, tornou-se um objetivo de política pública. Como se verá, esse foi o objetivo principal – a razão de ser – da Lei das S.A. de 1976. Havia consenso de que a ausência de instrumentos de financiamento de longo prazo às empresas (ou de um mercado financeiro e de capitais forte) constituía um entrave fundamental ao desenvolvimento do país<sup>2</sup>. Não obstante, passaram-se mais de 50 anos sem que tal objetivo fosse minimamente atingido.

1 Na sua obra clássica *Os donos do poder*, 1958 e 2. ed., ampliada e alterada, de 1975, Raymundo Faoro sustenta que o capitalismo brasileiro caracteriza-se pela presença de um estamento burocrático patrimonialista, cuidando-se de um capitalismo politicamente orientado. Cf. *Os donos do poder: formação do patronato político brasileiro*. 7. ed. Rio de Janeiro: Globo, 1987, v. 2, p. 733 e 737: “De D. João I a Getúlio Vargas, numa viagem de seis séculos, uma estrutura político-social resistiu a todas as transformações fundamentais, aos desafios mais profundos, à travessia do oceano largo (...) A comunidade política conduziu, comandada, supervisiona os negócios, como negócios privados seus, na origem, como negócios públicos depois, em linhas que se demarcaram gradualmente. (...) Sobre a sociedade, acima das classes, o aparelhamento político – uma camada social, comunitária embora nem sempre articulada, amoufa muitas vezes – impera, rege e governa, em nome próprio, num círculo impermeável de comando”. Ainda a esse respeito, cf. MUSACCHIO, A. *Experiments in financial democracy: corporate governance and financial development in Brazil 1890-1950*. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.

2 Sobre a restrição de acesso das empresas brasileiras ao financiamento e os impactos daí decorrentes para o desenvolvimento do país, cf. SIMONSEN, M. H. Brasil 2002. Rio de Janeiro: APEC, 1972; ARIDA, P. et al. Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. In: GIAVAZZI, F. et al. *Inflation targeting, debt and the Brazilian experience*. Cambridge: MIT Press, 2005; ROCCA, C. A. (Org.). *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001 (Estudos IBMEC no 1); STUDDART, R. Financiamento do desenvolvimento. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, cit. 2005, p. 335-354.

Este Capítulo descreve a evolução histórica do mercado de capitais brasileiro a partir dos anos 1940<sup>3</sup> com o escopo de permitir, mais adiante, o estudo das razões que determinaram o seu subdesenvolvimento ao longo do século XX<sup>4</sup> e as que, por outro lado, levaram ao seu

3 Toma-se a década de 1940 como ponto de partida por diferentes razões. Primeiro, porque em 1940 foi editado o Decreto-lei nº 2.627/1940, que regulou as sociedades anônimas por quatro décadas até a promulgação da Lei nº 6.404, de 1976, hoje em vigor. Segundo, porque é a partir da década de 1940 que o Brasil transforma-se de uma sociedade predominantemente rural para um país urbano e industrial. Terceiro, porque é a partir do final dos anos 1940 que se iniciam movimentos no sentido de articular planos de governo cujo objetivo era o desenvolvimento do país, tomando em consideração o estímulo à formação e ao crescimento do mercado de capitais.

4 Sobre o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil em momento anterior, merece nota os primeiros anos da República Velha (1890 a 1913), que antecederam a Primeira Guerra Mundial. Cf. MUSACCHIO, *Experiments...*, cit. 2009. Em 1913, havia mais de 400 companhias abertas, número que, comparativamente à população brasileira da época, é superior ao atual. Também em 1913, a relação entre o PIB e a capitalização de mercado (valor total das ações negociadas no mercado organizado, ou seja, o somatório das ações negociadas multiplicado por suas respectivas cotações) era mais elevada do que a dos dias atuais. Não obstante esse aparente desenvolvimento do mercado de capitais, o fato é que a economia brasileira no início do século XX tinha características muito diferentes das contemporâneas. Vivia-se o auge do ciclo econômico do café. Cf. FURTADO, *Formação...*, cit. 2009, p. 257-267. Merece nota, ainda, a crise do encilhamento, dos anos 1890. Cf. SODRÉ, N. *História da bugreia brasileira*. 3. ed. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1976. Logo no início da República, o primeiro presidente, marechal Deodoro da Fonseca, e seu ministro da Fazenda, Ruy Barbosa, criaram leis (Decreto nº 164, que regulou as sociedades por ações, e Decreto nº 165, que regulou a organização dos bancos de emissão, ambos de janeiro de 1890) e procuraram implementar políticas com o objetivo de industrializar o país, estimulando a criação de empresas e o acesso destas ao crédito. Dada, porém, a ausência de regulação adequada para a emissão de moeda e de valores mobiliários, o período foi caracterizado por altas taxas inflacionárias, pelo aumento da dívida externa e pela criação de diversas empresas-fantasma que emitiram valores mobiliários, o que criou uma séria febre especulativa, que afetou a credibilidade do mercado de capitais brasileiro por muitos anos. A tal ponto que MIRANDA VALVERDE afirmou, mais de 40 anos depois: “Não se apaga de todo, na memória da geração atual, a lição do encilhamento” (MIRANDA VALVERDE, T.

rápido crescimento na primeira década do século XXI (sobretudo, a partir de 2004). Ao lado do desenvolvimento do mercado de capitais, é examinado o surgimento de um mercado extremamente ativo de fusões e aquisições e, por consequência, de aquisição de controle acionário (mercado de controle acionário).

A análise que se segue não ambiciona constituir um estudo histórico do tema. Restringe-se aos aspectos que têm ligação direta com o objeto principal deste trabalho (a regulação jurídica da aquisição de controle na sociedade anônima). Tal estudo se justifica porque a compreensão do contexto histórico em que se deu a evolução do mercado de capitais é fundamental para demonstrar a profunda transformação havida, a partir dos anos 2000, nas companhias brasileiras (ou em parte delas). E as novas características apresentadas pelas companhias brasileiras, como se verá nos Capítulos seguintes, são a causa determinante da insuficiência do direito societário em vigor para a disciplina da aquisição de controle acionário.

## I.A. DOS ANOS 1940 AOS 1960

### *Planejamento do desenvolvimento. Substituição de importações. Industrialização*

Em 1940, assistiram-se aos primeiros movimentos de industrialização que viriam a transformar profundamente o país nos anos seguintes, mas a virada de sociedade rural para urbana ainda não havia

---

*Sociedade por ações.* Rio de Janeiro: Forense, 1959, v. 3, p. 280). Com efeito, foram criadas de 1889 a 1890 mais de 1.150 companhias, das quais poucas sobreviveram (cf. RUSSEL, 1929, n. 25, *opud* LAMY FILHO, A. e BUIHÕES PEDREIRA, J. L. *A lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 117). Por isso, dentre outras razões, o Decreto nº 164/1890 teve curta duração, tendo sido alterado por diversos diplomas legislativos com o objetivo de reprimir os abusos na emissão de valores mobiliários. Foi revogado pelo Decreto nº 434/91, que regulou as sociedades anônimas até 1940, quando da edição do Decreto-lei nº 2.627. Sobre a evolução das leis que regulamentaram a sociedade anônima no Brasil, cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA, *Lei das S.A....*, cit., 1992, p. 111-121.

ocorrido<sup>5</sup>. Nesse contexto, foi editada uma nova lei para regular as sociedades anônimas (Decreto-lei nº 2.627/1940<sup>6</sup>), cujo anteprojeto foi elaborado por Trajano de MIRANDA VALVERDE.

O autor do anteprojeto tinha clareza quanto ao momento de transformação econômica e social que o país vivia<sup>7</sup>. O desafio era criar uma lei que fosse adequada ao período de transição das estruturas econômica e social. Um dos objetivos almejados era a construção de um mercado financeiro e de capitais sólido, que constituísse instrumento eficiente para o crescimento das empresas. Sobre isso, MIRANDA VALVERDE, de forma expressiva, observa: *Se não temos mercado financeiro, é manifesto que nossos Bolsas de Valores sofrem de anemia profunda*<sup>8</sup>.

A verdade, porém, é que a Lei das S.A. de 1940 foi tímida ao lidar com a fragilidade do mercado de capitais brasileiro. A economia do país, à época, era predominantemente rural e ainda se ressentia da crise da década de 1930, que se seguiu à quebra da Bolsa de Nova York<sup>9</sup> em 1929. A lei tomou como modelo, sobretudo, os direitos francês e italiano, países que também não possuíam mercados de capitais desenvolvidos. Era, assim, destinada às companhias fechadas, e pouco afeta à realidade das abertas. O estímulo ao surgimento de companhias

- 
- 5 A participação da indústria no PIB somente ultrapassou a do setor agropecuario após a implementação do Plano de Metas, do governo JK: em 1950, o setor agropecuario respondia por 24,3% do PIB, contra 24,1% da indústria; em 1960, o quadro sofreu uma profunda transformação, respondendo o setor agropecuario por 17,8% do PIB, contra 32,2% da indústria. Cf. VILLELA, A. Dos "anos dourados" de JK à crise não resolvida (1956-1963). In: GIAMBIAGI et al. *Economia....*, cit., 2005, p. 50.
  - 6 Passa a ser referida como "Lei das S.A. de 1940".
  - 7 Na exposição de motivos assinala: "Tata-se de substituir uma lei (o Decreto nº 434, de 1891) que atravessou o período tormentoso do "encilhamento" e há meio século presta serviços, não tanto pelas suas qualidades e virtudes, mas porque atendia às necessidades de nossa economia pré-capitalista. É evidente que não ultrapassamos ainda esse fase. As condições de nossa vida econômica e política, entretanto, são outras, e outras as nossas necessidades" (MIRANDA VALVERDE, *Sociedade....*, cit., 1959, v. 3, p. 277).
  - 8 MIRANDA VALVERDE, *Sociedade....*, cit., 1959, v. 3, p. 278.
  - 9 New York Stock Exchange.

abertas era um objetivo incipiente, desacompanhado de uma política pública articulada para buscar sua concretização<sup>10</sup>.

Com o fim da Segunda Guerra Mundial, o tema do desenvolvimento passou a ser objeto de especial atenção<sup>11</sup>. Logo que instalada, a Organização das Nações Unidas – ONU – criou comissões de estudos econômicos voltadas à análise do processo de desenvolvimento dos países. Uma dessas comissões foi especialmente importante para a articulação dos programas posteriormente adotados pelo Estado brasileiro: a CEPAL – Comissão Econômica para a América Latina. O desenvolvimento *cepalino*, ou *estruturalista*, cujo principal representante foi Celso FURTADO, diretor da CEPAL de 1949 a 1957, tornou-se uma corrente do pensamento econômico brasileiro, tendo como objetivo central a realização de reformas estruturais que propiciassem o crescimento do país.

No planejamento do desenvolvimento, foram especialmente relevantes comissões mistas formadas pelos governos do Brasil e dos Estados Unidos da América<sup>12</sup> que visavam a estudar os problemas econômicos brasileiros.

A Missão Cooke (1942), cujo trabalho baseou o financiamento norte-americano para a criação da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), na era Vargas, já apontava que a ausência de mecanismos privados de financiamento de longo prazo para as empresas brasileiras prejudicava o desenvolvimento<sup>13</sup>. A Missão Abhink (1948), ao cuidar dos pontos de estrangulamento da economia brasileira, também apontou a au-

sência de um mercado privado de títulos, capaz de prover financiamento de longo prazo às empresas<sup>14</sup>.

Foi especialmente relevante a Comissão Mista Brasil-Estados Unidos (CMBEU), de 1950 (instalada em 1951), que trabalhou na elaboração de projetos de investimento em infraestrutura<sup>15</sup>. O trabalho da CMBEU levou à criação, em 1952, do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico – BNDE –, autarquia federal que passaria a ser o órgão formulador e executor da política pública de desenvolvimento. Para o financiamento desses projetos, além de recursos públicos, principalmente provenientes do BNDE, houve a promessa de financiamento do Banco Mundial e do Export-Import Bank (Eximbank).

O BNDE (a que se acrescentou o S na década de 1980, tornando-se BNDES<sup>16</sup>), desde a década de 1950, constituiu-se no principal instrumento do Estado brasileiro no financiamento de projetos de desenvolvimento econômico, cumprindo um papel fundamental, dada a ausência de fontes efetivas de captação de recursos de longo prazo no mercado privado<sup>17</sup>.

Em seguida à sua criação, o BNDE constituiu com a CEPAL um grupo misto de estudos (grupo CEPAL-BNDE), presidido por Celso FURTADO, cujo relatório serviu de base para o Plano de Metas, do governo Juscelino Kubitschek. Na era JK, o Brasil viveu um ciclo de notável crescimento econômico, completando-se o processo de urbanização e de industrialização do país iniciado nos anos 1940. No planejamento do processo de desenvolvimento econômico, teve papel central o Conselho Nacional de Desenvolvimento (CND), órgão ligado à presidência da República, e o BNDE. O financiamento dos projetos ocorreu, sobre-

- 10 Ao justificarem a necessidade de substituir a lei de 1940, LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, autores do anteprojeto da lei de 1976, afirmam (Lei das S.A., cit., 1992, p. 136): "No início dos anos 1970 tornara-se evidente que o Decreto-lei nº 2.627/40, elaborado em outra conjuntura e tendo como modelo a sociedade anônima fechada, não mais correspondia aos reclamos da época, e não oferecia ao empresário o quadro institucional básico de que necessitava para desempenhar seu papel na nova dimensão da economia brasileira".
- 11 "O desenvolvimento deixou de ser matéria de especulação dos iniciados para converter-se em um tema dos governos e um dever dos políticos" (CAMPOS, Roberto de O. Economia, planejamento e nacionalismo. Rio de Janeiro: APEC, 1963, p. 264).
- 12 Passa a ser referido pela sigla "EUA" ou simplesmente por "Estados Unidos".
- 13 A Missão Cooke no Brasil: relatório dirigido ao presidente dos Estados Unidos da América pela missão técnica americana enviada ao Brasil. Rio de Janeiro: Fundação Getúlio Vargas, 1949.

- 14 A observação constou do relatório da Missão apresentado ao ministro da Fazenda, em 7 de fevereiro de 1949. Cf. BULHÕES, O. G. A margem de um relatório: texto das conclusões da Comissão Mista Brasileiro-Americana de Estudos Econômicos (Missão Abhink). Rio de Janeiro: Ed. Financieiras, 1950.
- 15 Cf. CAMPOS, R. A. *Interna...* cit., 1994, p. 191-195; LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA. *Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 127; MALAN, P. et al. *Política econômica externa e industrialização* (1939/1952). 2. ed. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1980.
- 16 O S foi incluído na denominação do banco pelo Decreto-lei nº 1940/1982.
- 17 Cf. AZEVEDO, E. *BNDES 50 anos de desenvolvimento*. Rio de Janeiro: DBA, 2002.

tudo, a partir de recursos provenientes do exterior, do Estado brasileiro e de empresas multinacionais estrangeiras, baseando-se, ainda, em emissão de moeda, uma das causas da inflação, que a partir de então tornou-se elemento marcante da economia brasileira até os anos 1990<sup>18</sup>.

Em suma, a despeito de haver consenso quanto à necessidade de criar-se mecanismo de financiamento privado de longo prazo às empresas brasileiras, a *amenia profunda* do mercado financeiro e de capitais, apontada por MIRANDA VALVERDE ainda em 1940<sup>19</sup>, continuou a caracterizar o período de 1945 até o início da década de 1960<sup>20</sup>.

### I.B. DOS ANOS 1960 AO INÍCIO DOS 1970

*Reformas institucionais do mercado financeiro e de capitais, "milagre econômico", incentivos fiscais, febre especulativa de 1971, vulnerabilidade externa.*

A partir de 1964, início do governo militar, o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais deixou de ser apenas uma neces-

sidade reconhecida, para assumir contornos de objetivo prioritário. Dados os limites orçamentários do Estado e as restrições para captação de financiamento externo, a necessidade de criar mecanismo eficiente de financiamento privado de longo prazo tornara-se premente.

Era conhecida a relação entre poupança e taxa de investimento, assim como a importância deste para o desenvolvimento econômico. Até então, tendo em conta a ausência de um sistema privado eficiente de alocação da poupança interna para as empresas, a captação de recursos e sua mobilização para projetos de investimento voltados ao crescimento econômico era realizada pelo Estado, por meio do instrumento tributário. A criação de um mercado de capitais forte, que permitisse às empresas captar recursos privados diretamente do público investidor para o desenvolvimento de empreendimentos de maior dimensão era a resposta esperada para atuar ao lado, e como alternativa, ao instrumento estatal<sup>21</sup>.

Para tanto, foram implementadas reformas institucionais, com a edição de uma série de diplomas normativos destinados a regular o setor. As mudanças legislativas foram coordenadas pelo ministro da Fazenda, Otávio Gouvêa de Bulhões, e pelo ministro do Planejamento, Roberto Campos. Em 1964, foi promulgada a Lei nº 4.595, que estruturou o sistema financeiro nacional, disciplinou as instituições financeiras, criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil. Em 1965, foi editada a Lei nº 4.728, que disciplinou o mercado de capitais<sup>22</sup>.

21 Sobre a reforma financeira de 1964-1967 e seus efeitos, confirmam-se: HERMANN, J. Financial system structure and financing models: the Brazilian experience and its perspective (1964/1997). *Journal of Latin American Studies*, v. 34, Part. 1, p. 71-114, 2002; Studart, Rogério. *Investment finance in economic development*. London: New York: Routledge, 1995.

22 Os principais objetivos da lei foram assim resumidos pelo autor do seu anteprojeto, José Luiz BULHÕES PEDREIRA. *Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 131: "(a) definição de um quadro institucional que induzisse a criação de sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (b) criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas a prazos médio e longo; (c) regulamentação e policiamento dos mercados de capitais segundo modelo adotado pelos Estados Unidos na década de 1930, com a criação da Securities and Exchange Commission; (d) algumas inovações, consideradas mais urgentes, na legislação sobre debêntures e sociedades por ações; (e) modificações na legislação do imposto sobre a renda, especialmente para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados nos mercados de capitais".

18 É inegável que os principais objetivos do Plano de Metas foram atingidos, justificando chamar-se o período JK de os anos *dourados*. Um olhar mais crítico permite verificar, porém, que esse processo de desenvolvimento correspondeu também a uma *microeconomia do homem cordial* (cf. ABREU, M. Crescimento rápido e limites do modelo autárquico. In: LAMOUNIER, B., CARNEIRO, D. e ABREU, M. *50 anos de Brasil: 50 anos de Fundação Getúlio Vargas*. Rio de Janeiro: FGV, 2004), caracterizada principalmente por: (i) crença na ausência de restrições orçamentárias, (ii) crença na *voluntade política* como guia infalível para as ações de governo, (iii) desprezo pela inflação, mecanismo introdutor de sérias distorções nos cálculos dos agentes econômicos e usurpador do poder de compra das camadas mais pobres da população e concentrador de renda (cf. VILLELA. Dos anos dourados... cit., 2005, p. 64-65). Sobre o fenômeno inflacionário, que começa a deitar raízes nesse período, cf. LESSA, C. *Quinze anos de política econômica*. 3. ed. São Paulo: Brasiliense, 1981, p. 73, 75 e 84; FRANCO, G. Auge e declínio do inflacionismo no Brasil. In: GIAMBIAGI et al. *Economia*, cit., 2005, p. 261.

19 Cf. MIRANDA VALVERDE, *Sociedade*, cit., 1959, v. 3, p. 278.

20 Cf. LAFER, C. JK e o Programa de Metas (1956/1961): processo de planejamento e o sistema político do Brasil. Rio de Janeiro: FGV, 2002; LESSA, *Quinze anos*, cit., 1981.

Uma vez estabelecido um novo quadro institucional para os mercados financeiro e de capitais, o Estado passou a utilizar largamente o instrumento tributário para estimular o seu desenvolvimento. Foram criados, nas décadas de 1960 e 1970, diversos programas de incentivo fiscal com o objetivo de estimular a abertura do capital das sociedades anônimas e o investimento privado no setor<sup>23</sup>. Somente nos anos 1980, o último benefício dessa natureza foi revogado<sup>24</sup>.

O principal incentivo foi criado pelo Decreto-lei nº 157/1967, que conferia às pessoas físicas e às jurídicas o direito de aplicar, respectivamente, até 10% e 5% do imposto sobre a renda na aquisição de ações (ou debêntures conversíveis em ações) emitidas por sociedades de capital aberto. O imposto podia ser utilizado para a aquisição de *certificados de compra de ações*, vendidos por bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento e sociedades corretoras, membros das bolsas de valores. O produto da venda desses certificados deveria ser aplicado em ações, ou debêntures conversíveis em ações, de companhias de capital aberto que cumprissem determinados requisitos. Logo a seguir, as condições originais do incentivo foram alteradas, para permitir que até 1/3 dos recursos dos Fundos do DL 157 fossem aplicados na aquisições de ações nos mercados secundários.

23 A Lei nº 4.357/1964 estabeleceu que as pessoas físicas poderiam abater de sua renda bruta, para efeito de determinar a base de cálculo do imposto sobre a renda, 20% dos recursos aplicados na aquisição de títulos nominativos da dívida pública federal e 15% do que fosse aplicado na subscrição de ações nominativas emitidas em aumento de capital de sociedades anônimas, cujas ações tivessem sido negociadas em bolsa de valores pelo menos uma vez em cada mês no decurso do ano-base. A Lei nº 4.506/64 estabeleceu que as sociedades anônimas de capital aberto ficavam desoneradas de pagar imposto sobre a renda, à alíquota de 7%, incidente sobre o lucro distribuído. A Lei nº 4.728/1965 estabeleceu para as pessoas físicas novas hipóteses e limites para abatimento da renda bruta anual, para efeito de determinar a base de cálculo do imposto sobre a renda, de rendimentos provenientes da aplicação de recursos na aquisição direta, ou por meio de fundos, de ações emitidas por sociedades de capital aberto.

24 O Decreto-lei nº 2.396/87 extinguiu, a partir de 1989, a possibilidade de deduções do imposto sobre a renda em virtude da subscrição de ações de companhias abertas.

Os Fundos do DL 157 trouxeram impacto relevante para o comportamento do mercado acionário, na medida em que criaram uma forte demanda pela aquisição de ações de companhias abertas, assim como pressão para a venda desses títulos em prazos relativamente curtos, dada a necessidade de pagar os investidores que desejavam resgatar as suas quotas dos fundos. O resultado dessa política, baseada no instrumento tributário, foi levar à bolsa de valores companhias que não tinham o objetivo efetivo de tornarem-se de capital aberto, mas que caminhavam para a abertura de capital exclusivamente para fazer jus aos benefícios fiscais concedidos pelo governo<sup>25</sup>.

Esse movimento está na origem da crise especulativa que atingiu a bolsa de valores brasileira em 1971. Os incentivos fiscais criados pelo governo e o otimismo gerado pelo rápido crescimento das empresas, verificado no período do *milagre econômico*, levaram a uma elevação exacerbada e sem precedentes das cotações e do volume de transações nas bolsas de valores do Rio de Janeiro e de São Paulo no primeiro semestre de 1971. Para ilustrar a intensidade da febre especulativa, no primeiro semestre de 1971, o volume de transações na Bolsa do Rio de Janeiro foi 7,5 vezes maior que o verificado no mesmo período de 1970 e o preço das 85 ações mais negociadas tiveram um aumento médio de 230%<sup>26</sup>. A partir do segundo semestre de 1971, iniciou-se um longo período de queda das cotações e do volume de negócios, gerando enormes prejuízos para milhares de investidores.

A despeito, porém, da crise de 1971 e de o mercado de capitais não se ter transformado em uma fonte estável e eficiente de alocação

25 Cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA, *Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 160: "Esta orientação da legislação fiscal conduziu à multiplicação, entre nós, de sociedades anônimas apenas formais, constituídas por empresário individual, ou por pequenos grupos de sócios com alto grau de integração, que vivem permanentemente os problemas da sociedade e ocupam os seus cargos de direção. As estatísticas disponíveis não permitem distinguir entre as verdadeiras sociedades anônimas e essas sociedades puramente formais, constituídas exclusivamente para auferir vantagens fiscais. Mas a experiência profissional autoriza a estimativa de que, no total das sociedades anônimas em funcionamento no país, a maioria é constituída por sociedades puramente formais. E, nesses casos, é natural que o único acionista, ou o pequeno grupo de sócios, não obstante cumpriram o ritual imposto pela lei para o modelo de S.A., confundam seus patrimônios com o da sociedade, ou se comportem como proprietários dos bens desse patrimônio".

26 Cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA, *Lei das S.A.*, cit., 1992, p. 135.

de recursos para as companhias, a política de incentivos fiscais implantada pelo governo desde 1964 levou a um acentuado crescimento do número de companhias abertas. Considerando-se apenas a Bolsa de Valores de São Paulo, o número de companhias abertas subiu de 200, em 1970, para 452, em 1977<sup>27</sup>.

É nessa conjuntura que o governo passou a reconhecer a necessidade de reformar a lei de sociedades anônimas. O número de companhias abertas existentes e os abusos cometidos, sobretudo quando da febre especulativa de 1971, tornaram claro que a Lei das S.A. de 1940 tornara-se anacrônica, em vista das profundas transformações econômicas e sociais por que passara o país desde a sua edição<sup>28</sup>.

### **I.C.A LEI DAS S.A. DE 1976**

*Afirmção do objetivo de criar um mercado primário de ações como instrumento de financiamento privado de longo prazo às empresas, solução para o processo de estatização da economia e para os limites da capacidade de investimento do Estado*

Em 1974, sob a coordenação dos Ministérios da Fazenda e do Planejamento, no contexto do II Plano de Desenvolvimento Nacional (II PND), do governo Geisel (1974-1978), foi constituído grupo en-

carregado de elaborar anteprojeto de lei de sociedades por ações, cujos autores foram Alfredo LAMY FILHO e José Luiz BULHÕES PEDREIRA. Também seria reformada a lei do mercado de capitais, com o principal objetivo de criar um órgão que, à semelhança da *Securities Exchange Commission* (SEC), do direito norte-americano, cuidasse de regular o mercado de valores mobiliários, em substituição ao Banco Central.

Os anteprojetos, que foram objeto de amplo debate ao longo de 1975, resultaram na Lei nº 6.404/1976, que ainda hoje disciplina as sociedades anônimas, e na Lei nº 6.385/1976, que disciplina o mercado de valores mobiliários e criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal a quem compete a regulação do setor<sup>29</sup>.

A Lei das S.A. de 1976, resultante do anteprojeto LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, é bem estruturada e atenta à realidade do país, representando inegável avanço em relação ao sistema anterior. A lei nasceu com um objetivo claro e bem determinado, almejando, para tanto, mudar comportamentos, padrões culturais e, dessa forma, transformar a realidade vigente<sup>30</sup>.

Esse objetivo era o desenvolvimento do mercado de capitais, ou a formação de um mercado primário de ações que fornecesse às empresas

27 Cf. MB ASSOCIADOS - BARROS, J., SCHEIKMAN, J. e CANTIDIANO, L. Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro. BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado\_capitais\_desafios.pdf> 2000. Acesso em: jan. 2011. Análise do o número de companhias abertas no Brasil desde 1970 a 2000. Confira-se RIBEIRO NETO, R. M. e FAMÁ, R. Uma alternativa de crescimento para o mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado. *Revista de Administração*, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 29-38, 2002.

28 Segundo LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA (Lei das S.A., cit., 1992, p. 136), nos trinta anos de vigência da lei de 1940, a população brasileira passou de 41,2 milhões para 93,2 milhões (126%), o PIB cresceu 8 vezes e o país se urbanizou (a população urbana passou de 31% para 57% do total) e se industrializou (entre 1947 e 1970, o produto real da indústria, transportes e comunicação cresceu 6,3 vezes, ao passo que o da agricultura apenas 2,7 vezes).

29 A competência regulatória da CVM compreende o poder de editar normas, fiscalizar e aplicar sanções. Cf. GUERREIRO, J. A., Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 43, p. 64-78, 1981; SALOMÃO FILHO, C. *Regulação da atividade econômica (princípios e fundamentos jurídicos)*, 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2008; YAZBEK, O. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009; SZTAIN, R. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 53, n. 135, p. 136, jul./set. 2004; ROCHA, B. M. *O poder normativo de órgãos da Administração*. O caso da Comissão de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 64, p. 47, 1986.

30 Cf. LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA (Lei das S.A., cit., 1992, p. 156): "O Anteprojeto não foi elaborado como um exercício de técnica jurídica, mas com o fim prático de mudar determinados padrões de comportamento e estruturas sociais. Por isso, na concepção do seu sistema, assim como de cada um de seus dispositivos e soluções, um dos principais critérios há de ser a sua funcionalidade, no quadro da realidade brasileira atual, como instrumento para atingir seu objetivo maior — de criar um mercado primário de ações".



privadas brasileiras recursos no volume exigido pelos novos tempos de produção em escala e de alta tecnologia. Pretendia estimular a criação de uma fonte estável de financiamento, precondição para a formação da grande empresa nacional, capaz de fazer frente aos empreendimentos de maior envergadura. Dessa forma, pretendia-se frear o processo de estatização da economia, que se tornou mais intenso a partir do II PND.

De fato, anunciado em 1974, o II PND procurava lidar com a necessidade de reformar a estrutura produtiva brasileira e a vulnerabilidade externa do país. Esgotara-se, naquele momento, o modelo vigente desde a década de 1950 baseado na substituição de importações. A industrialização verificada no Brasil no período anterior ocorreria sobretudo no campo dos bens de consumo duráveis, o que aumentou a dependência do Brasil em relação ao mercado externo, dada a necessidade de importar bens de capital e petróleo. Um dos objetivos do II PND era realizar investimentos para superar essa debilidade da estrutura produtiva brasileira, estimulando o desenvolvimento da indústria de bens de capital e reduzindo a dependência ao petróleo importado, cujo primeiro choque internacional de elevação de preços ocorreu em 1973<sup>31</sup>.

O II PND teve êxito na reforma estrutural da cadeia produtiva brasileira, representando um segundo ciclo de transformação do parque industrial, depois do período JK, nos anos 1950. Não conseguiu, porém, reduzir a vulnerabilidade externa e levou ao aumento da participação do Estado na economia, em vista dos investimentos terem sido realizados sobretudo por meio de empresas estatais. Novamente, dada a ausência de fontes estáveis de recursos às empresas privadas, os projetos do II PND dependeram de financiamento público (autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista) e externo<sup>32</sup>.

31 Sobre a política do II PND e seus resultados, cf. CASTRO, A. B. e SOUZA, F. A. *Economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985; COUTINHO, L. e BELUZZO, L. G. *Política econômica, inflexões e crise: 1974-1981*. In: BELUZZO, L. G. et al. (Org.). *Desenvolvimento capitalista no Brasil*. 3. ed. São Paulo: Brasiliense, 1984; HERMANN, J. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: o II PND e a crise da dívida externa (1974-1984). In: GAMBIAGI et al. *Economia...*, cit., 2005, p. 93-115.

32 Cf. HERMANN, Auge e declínio..., cit., 2005, p. 100.

Para a realização desses investimentos foi necessário aumentar a taxa de poupança interna, o que se realizou por meio da utilização do instrumento tributário pelo Estado, levando a uma crescente estatização da economia. Defendia-se que esse processo de estatização não era voluntário, mas decorria da ausência de fontes estáveis de recursos para as empresas privadas e da necessidade de desenvolver a indústria nacional. A formação de grandes empresas privadas nacionais, capazes de desenvolver empreendimentos que exigiam volume mais elevado de recursos, era, portanto, um objetivo almejado pelo Estado. O requisito para que esse objetivo fosse alcançado era o desenvolvimento de um mercado primário de ações.

A finalidade de criar um mercado primário de ações ativo para viabilizar os investimentos necessários ao desenvolvimento do país e frear o processo de estatização da economia brasileira está expressa na exposição de motivos do anteprojeto de lei de sociedades anônimas. A forma de atingi-la foi defendida em diversos artigos publicados, no *Jornal do Brasil*, por LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA, quando o projeto foi objeto de discussão pública, envolvendo as diversas entidades relacionadas ao setor, especialmente a Associação Brasileira das Sociedades de Capital Aberto (ABRASCA), as Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e de São Paulo e a Ordem dos Advogados do Brasil (OAB). A importância e a expressividade da passagem de um dos referidos artigos, torna imperiosa sua transcrição:

*A dimensão do país e dos projetos de investimento mudou, e os métodos de 1950 não funcionam mais; para assumir a responsabilidade de qualquer projeto de significação o empresário privado nacional precisa hoje demonstrar capacidade de aplicar capital de risco em volume várias vezes superior aos lucros anualmente gerado por suas empresas. E como precisa da maior parte desses lucros para expandir as empresas já em funcionamento, não tem a menor chance de aproveitar as oportunidades de investimento que se lhe apresentam.*

*A alternativa é simples, clara, óbvia: ou conseguimos criar no País um mercado primário de ações, ou o processo de estatização da economia continuará a se acelerar de modo exponencial<sup>33</sup>.*

33 LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA. *Lei das S.A...*, cit., 1992, p. 151.

A criação de um mercado primário de ações que propiciasse a formação da macroempresa brasileira era, portanto, o objetivo maior da Lei das S.A. de 1976. E a organização jurídica da grande empresa era a sociedade anônima de capital aberto, cuja criação deveria ser estimulada, em substituição às companhias abertas puramente formais, nascidas em virtude dos incentivos fiscais estabelecidos no período anterior. A consecução desse objetivo dependia, segundo a visão dominante no período, da reforma da lei e da transformação de padrões de comportamento e de estruturas sociais. Esses foram os pressupostos e objetivos claros da lei.

Para lidar com tão ambicioso desafio, a Lei das S.A. de 1976 adotou, porém, um paradigma diferente das *corporations* norte-americanas ou inglesas, países cujos mercados de capitais eram os mais desenvolvidos. Com a justificativa de que o modelo de companhias com capital pulverizado, controladas pela administração, seria incompatível com a realidade brasileira e somente possível no último estágio de expansão da macroempresa, a lei adotou orientação baseada na figura do *empresário-empresendedor*<sup>34</sup>.

Assim, ao estruturar os diversos órgãos da macroempresa e os papéis a serem nela exercidos, concebeu uma clara separação entre o *empresário-empresendedor* e o conjunto de *acionistas investidores*. Caberia ao *empresário-empresendedor* o comando da empresa, podendo contar, para tanto, com os capitais oferecidos pelos *investidores*, havidos como atores externos ao empreendimento empresarial e simples titulares de direitos patrimoniais contra a sociedade. O comando empresarial continuaria, portanto, a ser exercido com mão forte e ampla liberdade pelo *empresário-empresendedor*. Os interesses dos *investidores* seriam garantidos por meio da

atribuição de um conjunto de deveres e responsabilidades diferenciados ao *empresário-empresendedor*, cuja atuação deveria pautar-se pela concretização do interesse da empresa e do conjunto de *acionistas*, e não do seu interesse particular (interesse social).

Essa concepção traduziu-se na lei, de um lado, pela definição da figura do *acionista controlador* e da atribuição a este de deveres e responsabilidades especiais<sup>35</sup>. De outro, pela previsão das ações preferenciais, cujo direito de voto poderia ser suprimido e que poderiam ser emitidas até o limite de 2/3 do total de ações<sup>36</sup>. Vale dizer, a macroempresa brasileira seria comandada com ampla liberdade de organização por um *empresário-empresendedor* (*acionista controlador*), cabendo aos *acionistas-investidores*, em regra, titulares de ações preferenciais, não influenciar o desenvolvimento das atividades empresariais. Os *acionistas-investidores* contariam com os mecanismos de sanção e de atribuição de responsabilidade ao *controlador*, na hipótese de descumprimento do seu dever de zelar pelo interesse da companhia e de todos os *acionistas*. Em suma, aos *acionistas-investidores* caberiam direitos patrimoniais, mas não direitos políticos que pudessem limitar ou frear a atuação do *empresário-empresendedor*.

A adoção desse modelo — *acionista controlador* (*empresário*) e *acionistas investidores* (atores externos ao empreendimento empresarial) — decorria não apenas da análise da realidade econômica brasileira, em que prevalecia a concentração do capital, mas da estreiteza quanto à possibilidade de as companhias de capital pulverizado formarem-se no Brasil, dado que essa realidade somente seria possível em estágio muito avançado do desenvolvimento econômico. Era clara, ademais, a existência de certa desconfiança quanto ao modelo de companhias com capital disperso, ou ao menos quanto à sua maior eficiência em relação

34 Cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA (Lei das S.A..., cit., 1992, p. 204-205):

"Como procuramos destacar na primeira parte deste artigo, o modelo de S.A. divide a função empresarial em três subpapéis distintos — *empresário-empresendedor*, *administrador de empresa* e *aplicador de capital de risco*; a moia fundamental do sistema econômico de iniciativa privada é o *iniciador* — o *empresário-empresendedor* que, em resposta aos estímulos dos mecanismos sociais, cria e expande empresas; e o *papel do acionista controlador* é essencial ao funcionamento das companhias que não atingiram a dimensão necessária à institucionalização. Um projeto de lei não é exercício acadêmico. Não pode, em nome de objetivos ideológicos, desconhecer a realidade social que pretende regular..."

35 Lei das S.A., arts. 116, 117 e 246.

36 Lei das S.A., art. 15, § 2º, e art. 111. As ações preferenciais foram introduzidas no direito societário brasileiro em 1932, pelo Decreto-lei nº 21.536, que não estabeleceu nenhum limite para sua emissão. A Lei das S.A. de 1940 estabeleceu o limite de emissão para as preferências em 50% do capital social. Sobre a introdução das preferências no direito brasileiro, cf. LEMME, E. Das ações preferenciais das sociedades anônimas. São Paulo: Saraiva & Cia., 1933.

ao sistema baseado na figura do controlador<sup>37</sup>. Segundo a visão adotada pela lei, primeiro haveria de ser criada a grande empresa nacional, a partir do padrão acionista controlador-investidor, para somente em estágio ulterior justificar-se eventual precupação com companhias com maior nível de dispersão do capital<sup>38</sup>.

Não se reconhecia a existência de correlação entre atribuição de direitos políticos aos acionistas e desenvolvimento do mercado de capitais. Ao contrário, acreditava-se ser possível criar um mercado primário de ações sem que o empresário-empresendedor (acionista controlador) brasileiro tivesse

37 Cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA (*Lei das S.A...*, cit., 1992, p. 20+): "No momento em que, pela dispersão do capital social, o controle é transferido dos acionistas para a estrutura administrativa, rompe-se esse equilíbrio de poder na empresa, aumentando os riscos do seu exercício discricionário pelo técnico-estrutura. A tecnocracia surge quando o fim dos administradores deixa de ser a eficiência da empresa para ser o próprio exercício do poder. É essa organização tecnocrática das macroempresas que está sendo responsabilizada em todo o mundo, por distorções no funcionamento da economia de mercado e pela utilização de meios abusivos — ou denunciados no dia a dia dos jornais norte-americanos — na busca de objetivos que não estão subordinados ao interesse social, mas são deflantes para evidenciar que a organização da companhia o regime da tecnocracia não pode ser um fim em si mesmo, que deve ser adotado como modelo e imposto pela lei a todas as companhias privadas".

38 Essa visão está bem explícita na defesa apresentada pelos autores do anteprojeto contra a crítica apresentada pela Bolsa de Valores do Rio de Janeiro a respeito do aumento do limite para emissão de ações preferenciais sem direito a voto para 2/3 do total de ações emitidas. Cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA (*Lei das S.A...*, cit., 1992, p. 195): "A função do empresário-empresendedor, de expandir a empresa, passa a ser exercida pela administração, para a qual o crescimento permanente da empresa é condição de sobrevivência, como ocorre em qualquer estrutura burocrática. Mas — é importante destacar — esse tipo de organização só aparece, e raras vezes, no último estágio de expansão da empresa, quando alcança dimensões excepcionais. Nenhuma empresa — repetimos — nasce do casamento do investidor de bolsa com o administrador profissional. Nem mesmo da convivência. A criação da empresa e a sua expansão até alcançar a escala mínima competitiva com a institucionalização não dispense — nem no Brasil, nem em qualquer outro país de economia de mercado — a figura do empresário-empresendedor e a função do acionista controlador. Porque, em verdade, o empresário-empresendedor é a moeda fundamental do sistema de livre iniciativa e economia de mercado. Sem iniciador não há iniciativa. Estas considerações explicam porque o Anteprojeto, ao invés de tentar destruir o empresário-empresendedor (e, com ele, a iniciativa privada), adotou, como diretiva, reconhecer sua importância na economia aberta, contar um grupo de normas em torno de sua figura, assegurar-lhe o maior número de opções para organizar a empresa, mas, correlatamente, cobrar-lhe, em termos de responsabilidade empresarial e social, o mau uso que venha a fazer dessa liberdade e do seu poder".

que pagar o preço de dividir o poder empresarial. A emissão de até 2/3 do total de ações em preferenciais sem direito a voto asseguraria a possibilidade de dividir a propriedade da empresa em grau elevado, sem a correspondente divisão do poder entre os acionistas. Uma forma bem brasileira de dissociação entre *propriedade do capital* e *poder de comando empresarial*, completamente distinta da verificada na realidade norte-americana, na qual o deslocamento do poder se deu do conjunto disperso de acionistas para a administração, como bem apontado por BERLE e MEANS em sua obra clássica de 1932<sup>39</sup>.

É interessante notar que o debate público, havido à época, a respeito do modelo da lei ficou em grande parte obscurecido por discussões de natureza ideológica. As críticas ao anteprojeto foram, dentre outras, a de conspirar contra a pequena e média empresa, a de favorecer as empresas multinacionais, a de prejudicar a "democratização" da propriedade, adotando-se, muitas vezes, discursos com forte componente retórico e político, porém, destituídos de sólida argumentação técnico-jurídica<sup>40</sup>.

Esse debate demonstra bem como o Brasil dava apenas seus primeiros passos no caminho de entender os problemas da regulação da sociedade anônima e do mercado de capitais, compreensão essa que era prejudicada pela intensidade das divisões ideológicas que caracterizavam o período do governo militar.

### I.D. OS ANOS 1980, 1990 E INÍCIO DE 2000

*Da estagnação e da divida externa (anos 1980) às reformas econômicas (anos 1990 e início dos anos 2000)*

É inegável que o advento da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.)

39 BERLE e MEANS. *The modern corporation and private property*. New York: Legal Classics Library, 1993.

40 A respeito desse debate, cf. LAMY FILHO e BUIHÕES PEDREIRA. *Lei das S.A...*, cit., 1992, p. 147-210; CARVALHOSA, M. *A nova Lei das Sociedades Anônimas — seu modo econômico*. 2. ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1977 (neste caso, não cabe a observação feita acima quanto ao conteúdo puramente retórico das críticas endereçadas ao modelo da lei).

e da Lei nº 6.385/1976 (Lei do Mercado de Capitais) não conduziu ao desenvolvimento do mercado de capitais, como era seu objetivo declarado. Isso não se deu, porém, apenas por supostas deficiências da regulação jurídica, mas também, e sobretudo, por conta do ambiente econômico.

No momento em que a Lei das S.A. e do Mercado de Capitais foram editadas, a política econômica, há mais de 10 anos, baseava-se no binômio *crescimento-endividamento* externo. A vulnerabilidade externa do país aumentou drasticamente durante o período. No final da década de 1970 e início da de 1980 sobrevieram três duros golpes originados da economia internacional sobre a estratégia brasileira: (i) o segundo choque de elevação dos preços do petróleo (1979); (ii) a elevação das taxas de juros internacionais para quase o dobro das observadas anteriormente, em virtude da mudança da política monetária norte-americana (a partir de 1979); e (iii) a recessão mundial de 1980-1982<sup>41</sup>.

O Brasil viveu, na década de 1980, período de estagnação, caracterizado pelo baixo crescimento e pela inflação elevada, situação agravada pelas dificuldades advindas do endividamento externo<sup>42</sup>. Entre 1980 e 1990, o PIB cresceu ao ano, em média, apenas 1,57%, contra a média de 7% a 9% anuais nas décadas anteriores, desde o final dos anos 1940<sup>43</sup>.

Evidentemente, esse cenário não era favorável ao desenvolvimento do mercado de capitais, ainda que a Lei das S.A. e do Mercado de

Capitais tivessem logrado prover uma regulação jurídica adequada e ainda que houvesse instituições fortes a assegurar o seu cumprimento, ou sua efetividade (*enforcement*). A realidade econômica brasileira era absolutamente impeditiva do desenvolvimento de um mercado de capitais forte<sup>44</sup>.

A década de 1990 também é marcada pelo baixo crescimento (entre 1990 e 2000, o PIB cresceu em média 2,65% ao ano)<sup>45</sup>. Durante os anos 1990, no entanto, foram promovidas reformas estruturais relevantes que transformaram a economia brasileira. Ao contrário do que ocorrera na década de 1980, no início dos anos 1990, o cenário internacional era favorável. Uma das principais características desse período foi o aumento da liquidez dos mercados financeiros internacionais e do fluxo de capital entre os países. Assim, as economias em desenvolvimento que adotaram políticas de abertura comercial e financeira passaram a ter acesso a um sistema financeiro internacional em rápida expansão e disposto a realizar investimentos de risco em economias emergentes<sup>46</sup>. As ideias do chamado *Consenso de Washington*<sup>47</sup> passaram a exercer influência relevante.

44 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000; ANGUS, W. e PARCENDLER, M., *Opportunities and challenges for foreign private equity investors in Brazil*. In: FRANCO, B. et al. (Org.). *International business transactions with Brazil*. New York: Legal and International Business Practitioners, 2008.

45 Cf. BONELLI. O que causou..., cit., 2005, p. 316.

46 Cf. STUDDART. *Financiamento...*, cit., 2005, p. 343.

47 Em 1989, por ocasião de um encontro do *Institute for International Economic*, em Washington D.C., John Williamson listou uma série de reformas que os países em desenvolvimento deveriam adotar. Essa lista, que ficou conhecida como o *Consenso de Washington*, resultava da visão neoliberal e globalizante de diversos economistas com atuação no Fundo Monetário Internacional (FMI) e no Banco Mundial presentes no encontro. Em resumo, as propostas baseavam-se nos pilares: (i) disciplina fiscal, (ii) ampla liberalização comercial e financeira e (iii) forte redução do papel do Estado na economia (cf. WILLIAMSON, J. *Latin American adjustment: how much has it happened? Washington, DC: Institute for International Economics*, 1989). Para uma visão crítica desse modelo, cf. STIGLITZ, J. *Os exuberantes anos 1990: uma interpretação da década mais próspera da história*. Tradução: Maria Sylvia M. S. C. dos Santos et al. São Paulo: Companhia das Letras, 2003; BRESSER-PEREIRA, L. C. *Desenvolvimento e*

41 Cf. CASTRO e SOUZA. *A economia...*, cit., 1985, HERMANN. *Avuge e declínio...*, cit., 2005, BONELLI. O que causou..., cit., 2005, p. 316 e DELFIM NETTO, A. *Meio século de economia brasileira: desenvolvimento e restrição externa*. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, cit., 2005, p. 225-257.

42 Sobre a economia brasileira na década de 1980, cf.: ARIDA, P. e RESENDE, A. *Inflação inercial e reforma monetária*. In: ARIDA, P. Brasil, Argentina e Israel: inflação zero. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984; LOPES, F. *O choque heterodoxo - combate à inflação e reforma monetária*. Rio de Janeiro: Campus, 1986; SIMONSEN, M. H. *A inflação brasileira: lições e perspectivas*. *Revista de Economia Pública*, v. 5, n. 4, p. 15-30, 1985; CASTRO, L. B. *Esperança, frustração e aprendizado: a história da Nova República*. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, cit., 2005, p. 116-140; BONELLI. O que causou..., cit., 2005, p. 316-318.

43 Cf. BONELLI. O que causou..., cit., 2005, p. 307 e 316.

Em linha com as propostas preconizadas no *Consenso de Washington*, o governo Collor, no início da década de 1990, lançou a Política Industrial e de Comércio Exterior (PICE), iniciando o processo de abertura comercial e financeira do país<sup>48</sup>. Os objetivos eram estimular a competição e a competitividade, recuperando o atraso da indústria nacional, decorrente da restrição ao financiamento, do fechamento da economia e da crise inflacionária que caracterizaram a década anterior<sup>49</sup>. Além da abertura comercial e financeira, o governo Collor implantou o Plano Nacional de Desestatização (PND<sup>50</sup>), que objetivava redesenhar o parque industrial, contribuir para a estabilidade monetária e reduzir a dívida pública. Nos governos Collor e Iamar Franco, foram privatizadas 33 empresas federais, principalmente nos setores de siderurgia, petroquímica e fertilizantes<sup>51</sup>.

O governo Collor, porém, foi marcado por escândalos que culminaram com sua renúncia ao cargo de presidente da República. Além disso, fracassaram os planos econômicos voltados ao controle da inflação, que continuou em ritmo de espiral ascendente<sup>52</sup>.

A partir de 1994, com o Plano Real e os dois governos FHC<sup>53</sup> foram implementadas reformas estruturais que modificaram profundamente a economia do país. Nesse período, o país atingiu finalmente a estabilidade monetária, com o advento do Plano Real, que debelou

crise no Brasil: história, economia e política de Getúlio Vargas a Lula. São Paulo: Editora 34, 2003.

48 Cf. HORTA, M. H. et al. A política cambial e comercial. In: *Perspectiva da economia brasileira*. Rio de Janeiro: IPEA, 1992.

49 Cf. ERBER, F. e VERMULIM, R. Política e desempenho industrial. In: ERBER, F. e VERMULIM, R. *Ajuste estrutural e estratégias empresariais*. IPEA, 1993 (Série IPEA no 144).

50 Lei nº 8.031/1990.

51 Cf. CASTRO, L. B. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 90. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, cit., 2005, p. 141-165.

52 Cf. PASTORE, A. C. A reforma monetária do Plano Collor. In: FARO, C. (Org.). *O Plano Collor — avaliação e perspectiva*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos Ed., 1990; CASTRO, Privatização..., cit., 2005.

53 Fernando Henrique Cardoso, presidente da República de 1995 a 2002.

o monstro inflacionário após décadas<sup>54</sup>. Foi também promovida a reforma da previdência social, controlado o déficit fiscal da União e dos Estados e aprovada a Lei de Responsabilidade Fiscal<sup>55-56</sup>. O período foi marcado, ainda, pela redução da participação do Estado na economia, com o rompimento de monopólios (Vg. o da Petrobras) e a privatização das empresas estatais que controlavam os setores elétrico, de telecomunicações e de energia<sup>57</sup>.

O tripé de políticas — metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal —, adotado no período FHC, conferiu as bases para a almejada estabilidade macroeconômica do país, que voltou a inserir-se na economia internacional e a receber fluxo constante de investimentos estrangeiros diretos (da ordem de US\$ 20 bilhões ao ano)<sup>58</sup>.

Nos anos 1990, é de se destacar, ainda, o crescimento dos fundos de pensão, que passaram de uma carteira de US\$ 18 bilhões, em 1991, para cerca de US\$ 80 bilhões, no início dos anos 2000. Esse crescimento deve-se a motivos de ordem institucional e macroeconômica: (i) mudanças regulatórias que tornaram as regras de aplicação dos recursos mais flexíveis; (ii) rápido crescimento do preço de valores mobiliários e política de juros altos; e (iii) tempo de operações relativamente curto do fundo, o que leva a que o valor das contribuições supere o valor dos benefícios. Esse crescimento tornou os fundos de pensão atores importantes na realização de investimentos de longo prazo no país, ao lado do tradicional órgão de investimento do Estado: o BNDES<sup>59</sup>.

Em vista desse conjunto de fatores — estabilidade monetária, abertura comercial e financeira, privatizações e liquidez do mercado

54 Cf. FRANCO, G. *O Plano Real e outros ensaios*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1995.

55 Lei Complementar nº 101/2000.

56 Cf. FRANCO, G. *O desafio brasileiro*. São Paulo: Editora 34, 1999.

57 Sobre o processo de privatização na década de 1990, confira-se PINHEIRO, Armando C. *A experiência brasileira de privatização: o que vem a seguir?* Rio de Janeiro: BNDES, 2000. (Texto para Discussão BNDES n. 87).

58 Cf. GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, cit., 2005, p. 165-195.

59 Cf. STUDART, R. Financiamento do desenvolvimento. In: GIAMBIAGI, et al., *Economia...*, cit., 2005, p. 345.

financeiro internacional —, era de se esperar que a década de 1990 assistisse ao florescimento do mercado de capitais no Brasil. Essa expectativa, porém, não se realizou.

É verdade que a abertura do país ao investimento estrangeiro e a elevada liquidez do mercado financeiro internacional levaram ao aumento da relação entre *capitalização de mercado* e PIB (da ordem de 8%, na década de 1980, para 26,3%, entre 1993 e 1998)<sup>60</sup>. Contudo, o número de companhias listadas diminuiu no período (579, em 1990, para 412, em 2000) e ocorreram apenas 8 ofertas públicas iniciais entre 1995 e 2000. Além disso, uma única companhia — a Telebrás — respondeu, no final de 1997, por cerca de 60% do volume total de negócios realizados na Bolsa de Valores de São Paulo<sup>61</sup>.

Não havendo mercado primário de ações no Brasil, empresas brasileiras de grande porte, que reuniam condições para desenvolver esse projeto, passaram a buscar recursos no exterior, mediante programas de ADR<sup>62</sup> emitidos na Bolsa de Nova York. A emissão de ADR's conferia acesso a um mercado desenvolvido, com capitais disponíveis e, além disso, evitava a subavaliação das companhias brasileiras em virtude da ausência de regulação societária adequada, na medida em que aderiam às regras de listagem da Bolsa de Nova York<sup>63</sup>.

60 Cf. HERMANN, J. Sistemas financeiros no Mercosul: desenvolvimento recente e perspectivas de integração. In: BAUMANN, R. (Org.). *Mercosul — avanços e desafios da integração*. Brasília, IPEA, 2001.

61 Sobre o mercado de capitais brasileiro nos anos 1990, cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000; ROCCA, C. A. (Org.). *Soluções...*, cit., 2001; RIBEIRO NETO e FAMA. *Uma alternativa...*, cit., 2002.

62 *American Depositary Receipt*.

63 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, 2000, p. 7. Em estudo, elaborado em 2000, em cooperação com o Banco Mundial, a consultoria McKinsey mostrou que em um universo de 90 investidores institucionais entrevistados, 80% estavam dispostos a pagar um prêmio de cerca de 23% pelas ações das empresas que possuísem boas práticas de governança corporativa (MCKINSEY & COMPANY. *Investor opinion survey on corporate governance*. New York, 2000). Esse relatório corroborou a percepção de que a subavaliação das empresas brasileiras, por conta da falta de proteção adequada aos investidores, impediu o desenvolvimento do mercado de capitais e explicava a migração de

Se as condições econômicas pareciam favoráveis<sup>64</sup>, por que o mercado de capitais não era uma alternativa viável para o financiamento das empresas brasileiras? A percepção de que o principal problema seria a ausência de uma proteção legal adequada aos investidores passou a influenciar entidades do mercado e estudiosos<sup>65</sup>.

A reforma da Lei das S.A., de 1997, foi um dos elementos a confirmar essa tese e a agravar o problema. A principal modificação promovida foi a supressão do direito dos acionistas não controladores de, na hipótese de alienação do controle da companhia, vender suas participações acionárias juntamente com a dívida pelo controlador<sup>66</sup>. É que a reforma foi realizada para atender aos interesses do próprio Estado, na medida em que naquele período foram privatizadas sociedades de economia mista (v.g. Vale e Telebrás). O modelo adotado para o programa de privatização não foi a dispersão das ações deitas pelo Estado, mas a venda em bloco, buscando-se a maximização do valor correspondente, pois um dos objetivos explícitos era a redução da dívida pública. Para atrair o maior número possível de interessados e maximizar o preço das ações integrantes do bloco de controle, inte-

companhias brasileiras para a Bolsa de Nova York, por meio de programas de ADR.

64 Em *Desafios...*, cit., 2000, p. 8, MB ASSOCIADOS aponta os seguintes fatores econômicos, favoráveis ao florescimento do mercado de capitais no país: "1) a inflação baixa permite mais transparência nos demonstrativos e facilita a proteção; 2) a redução da demanda de recursos pelo governo sinaliza, pela primeira vez em muitos anos, o fim do 'crowding out', permitindo uma queda das taxas de juros e, portanto, viabilizando a competitividade de aplicações no mercado de capitais; 3) a queda nas taxas de juros e a possibilidade da retomada do crescimento sustentado permitem a troca de parte das posições em renda fixa para variável, antecipando a inevitável alta no preço dos ativos reais que acompanha o processo de crescimento; 4) institucionalização da previdência complementar que, sem dívida, significará uma grande ampliação do mercado de ativos financeiros; e 5) o processo de globalização e a abertura externa mudam radicalmente a dinâmica do mercado na medida em que grandes investidores demonstram crescente interesse em investir no Brasil".

65 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000; SILVEIRA, A. *Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil*. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2005; ROCCA. *Soluções...*, cit., 2001.

66 Lei nº 9.457/1997, que revogou o art. 254 da Lei das S.A.

ressava ao Estado-acionista controlador a eliminação do direito de venda conjunta conferido aos minoritários<sup>67</sup>.

As críticas à reforma de 1997, o aumento do número de conflitos entre controladores e não controladores, decorrentes de operações de fechamento de capital e de alienação do controle, levaram ao aumento dos debates e estudos sobre a necessidade de uma ampla modificação da lei societária<sup>68</sup>. O objetivo era oferecer proteção adequada aos acionistas minoritários e, com isso, criar uma infraestrutura legal que propiciasse o desenvolvimento do mercado primário de ações<sup>69</sup>.

## 1.E. OS ANOS 2000

### *Desenvolvimento do mercado de capitais*

Se na segunda metade dos anos 1990 a conjuntura econômica tornou-se favorável ao crescimento do mercado de capitais<sup>70</sup>, nos anos 2000, sobretudo, a partir de 2004, o cenário tornou-se ainda mais positivo.

A triade metas de inflação, flutuação cambial e austeridade fiscal foi mantida<sup>71</sup> pelo governo Lula<sup>72</sup> e, a partir de 2004, o Brasil começou a experimentar novo ciclo de desenvolvimento, verificando taxas de crescimento do

PIB acima de 4% ao ano (como ocorreu entre 2006 e 2010)<sup>73</sup>. As em-

presas brasileiras tornaram-se mais competitivas, a abertura comercial e financeira aumentou e a vulnerabilidade externa do país foi reduzida. Em 2008, pela primeira vez na história, o Brasil tornou-se credor externo, ou seja, a dívida externa tornou-se inferior às reservas internacionais<sup>74</sup>. Esses fatos positivos culminaram com a concessão ao Brasil do grau de investimento (*investment grade*) pela STANDARD & POOR'S, em abril de 2008, o que foi seguido por outras agências de análise de risco. Assim, finalmente, o Brasil entrou para o clube de países havidos como de economia sólida, porto-seguro para os investidores<sup>75</sup>.

Sendo a conjuntura econômica favorável ao crescimento do mercado de capitais, a preocupação concentrou-se na reforma da lei societária. Os debates sobre a necessidade de conceder maior proteção aos não controladores resultaram na Lei nº 10.303/2001. Dentre as modificações, a volta do direito de os não controladores com direito a voto venderem suas ações na hipótese de alienação de controle, que fora retirada pela reforma de 1997<sup>76</sup>. Há consenso, no entanto, de que a lei de 2001 foi tímida nas reformas promovidas<sup>77</sup>.

Mais importante, foi o lançamento, em 2000, pela Bolsa de Valores de São Paulo dos níveis diferenciados de listagem – Nível 1, Nível 2 e

67 Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, 2000.

68 Além do trabalho de MB ASSOCIADOS. *Desafios...*, cit., 2000, cf. BLACK, B. et al. *The corporate governance of privately controlled Brazilian firms. Revista Brasileira de Finanças*, São Paulo, v. 7, p. 385-428, 2009.

69 Dentre essas iniciativas, vale destacar: a criação do Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, posteriormente denominado Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); o lançamento, pelo IBGC, do Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa; a criação do Novo Mercado e demais segmentos especiais de governança corporativa pela Bovespa, em 2000; a reforma da Lei das S.A., promovida pela Lei nº 10.303/2001.

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

71 Cf. GIAMBIAGI. *Rompendo com a ruptura: o governo Lula (2003-2004)*. In: GIAMBIAGI et al. *Economia...*, 2005, p. 196-217.

72 Luiz Inácio Lula da Silva, presidente da República no período de 2003 a 2010.

73 Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Em 2009, PIB varia -0,2% e fica em R\$ 3.143 bilhões. Disponível em: <[http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia\\_visualiza.php?id\\_noticia=1571&id\\_pagina=1](http://www.ibge.gov.br/home/presidencia/noticias/noticia_visualiza.php?id_noticia=1571&id_pagina=1)>. Acesso em: jan. 2011.

74 A dívida líquida externa (total da dívida menos reservas internacionais), em 2003, era de US\$ 165,2 bilhões, passando, ao final de 2007, para US\$ 4,3 bilhões e tornando-se negativa a partir de 2008. Fonte: BACEN. *Indicadores de Sustentabilidade Externa do Brasil – Evolução Recente*, 21 de fevereiro de 2008. Disponível em: <<http://www4.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/focus/X20080221Indicadores%20de%20Sustentabilidade%20Externa%20do%20Brasil-Evolucao%20Recente.pdf>>. Acesso em: jan. 2011.

75 Cf. BRASIL. *Vira investimento seguro. Folha de S. Paulo*, São Paulo, 1<sup>a</sup> maio 2008. [primeira página]. Disponível em: <<http://acervo.folha.com.br/fsp/2008/5/1/2-primeiro-caderno>>. Acesso em: fev. 2011

76 Art. 254-A, Lei das S.A.

77 Cf. SALOMÃO FILHO, C. *Direito societário e novo mercado*. In: SALOMÃO FILHO, C. *O novo direito societário*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 51-57.

Novo Mercado –, com regras mais rigorosas de proteção aos acionistas minoritários.

O lançamento do Novo Mercado decorreu do reconhecimento pela Bolsa de Valores de São Paulo<sup>78</sup> de que a reforma da Lei das S.A. seria um caminho longo, difícil e com muitos obstáculos para chegar-se a um modelo regulatório que oferecesse proteção adequada aos investidores. Foi, portanto, uma iniciativa de autorregulação, com o objetivo de contornar a dificuldade de buscar-se uma solução baseada em reforma da lei societária<sup>79</sup>. O fato de a adesão aos segmentos diferenciados de listagem ser facultativa eliminou a eventual resistência das companhias já listadas<sup>80</sup>. Essa visão mostrou-se correta, na medida em que a Lei nº 10.303/2001, editada um ano após o lançamento do Novo Mercado, ficou muito aquém do esperado em termos de regras de proteção aos investidores.

As regras do Novo Mercado assentam-se sob os seguintes pilares: (i) emissão apenas de ações ordinárias com direito a voto (ou seja, estabelecimento do princípio *uma ação-um voto*); (ii) direito de os acionistas não controladores venderem suas ações na hipótese de alienação do controle pelo mesmo valor do bloco de ações de controle; (iii) regras mais rigorosas de transparência e de divulgação de informações; e (iv) solução de conflitos por meio de arbitragem<sup>81</sup>.

78 Hoje, BM&FBOVESPA.

79 Cf. SALOMÃO FILHO, Direito societário..., cit., 2006, p. 57: "A conjunção desses problemas e sua continua não resolução por sucessivos mandatus nos leis societárias motivaram a busca de soluções não institucionais. Em um movimento interessante, pois contrário a uma tendência histórica e natural, muito bem percebida pela doutrina, a mudança foi de uma solução institucional para a contratual. O movimento em sentido inverso é clara demonstração da captura dos órgãos legislativos pelos grupos mais influentes e poderosos. Paradoxais as instâncias institucionais, sobra aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los pela via contratual".

80 Também vindo no Novo Mercado uma solução encontrada pela autorregulação para o chamado *Olson problem* (resistência das elites econômicas e políticas a reformas estruturais), cf. GILSON, R., HANSMANN, H. e PARGENDLER, M. *Regulatory dualism as a development strategy: corporate reform in Brazil, the United States, and the European Union*. *Stanford Law Review*, v. 63, p. 487, 2011: "Because the New Market left intact the regime applicable to old firms, it served to dilute the Olson problem by diluting – or at least deterring – the threat to established interests".

81 Cf. SALOMÃO FILHO, Direito societário..., cit., 2006, p. 57-58.

Num primeiro momento, o conjunto de regras mais favoráveis aos minoritários não atraiu novas companhias. De fato, de 2000 a 2002, nenhuma companhia ingressou nos níveis diferenciados de listagem. Em 2002, ingressam as primeiras duas companhias: *Subsep* e *CCR*. A partir de 2004, no entanto, verificou-se um notável número de ofertas públicas iniciais de ações. O Novo Mercado foi o ator principal desses lançamentos. Foram, de fato, poucas as emissões de ações fora do Novo Mercado, desde sua criação<sup>82</sup>. Essa tendência se verificou não apenas por conta da preferência dos investidores pelo maior nível de proteção oferecido pelas regras do Novo Mercado, mas também pelo papel ativo das instituições e agentes do mercado.

O Conselho Monetário Nacional (CMN), mediante a Resolução nº 3.792/09, estabeleceu limites diferenciados para aplicação em renda variável dos fundos de pensão em função do segmento de listagem da BM&FBOVESPA<sup>83</sup>. Assim, os fundos de pensão, cujo papel no investimento no mercado de capitais é proeminente, têm priorizado seus investimentos em companhias listadas no Novo Mercado.

Na mesma linha, a ANBIMA, que congrega as principais instituições financeiras do país, estabeleceu no seu Código de Regulação e Melhores Práticas que seus associados devem participar apenas de ofertas públicas de valores mobiliários cujos emissores tenham aderido, ou tenham se comprometido a fazê-lo no prazo de 6 meses, ao menos ao Nível 1 das *Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA*<sup>84</sup>. Tendo em conta que a ANBIMA reúne mais de 340 instituições, dentre

82 Entre 2006 e 2010, considerado o número total de emissões de ações (ofertas iniciais e follow-ons), aproximadamente, 85% dessas operações foram realizadas no Novo Mercado. Fonte: ANBIMA, *Boletim ANBIMA Mercado de Capitais*, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo *Mercado de Capitais em números*. Disponível em [http://www.anbima.com.br/publicacoes/boletim\\_2010.asp](http://www.anbima.com.br/publicacoes/boletim_2010.asp). Acesso em: jan. 2011.

83 Limites de investimento para fundos de pensão: Novo Mercado – 70%; Nível 2 – 60%; Bovespa Mais – 50%; Nível 1 – 45%; Segmento tradicional – 35%.

84 ANBIMA, Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas – Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários (art. 60, IV). Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/superviso/args/cod\\_ofertas.pdf](http://www.anbima.com.br/superviso/args/cod_ofertas.pdf)>. Acesso em: jan. 2011.



bancos comerciais, múltiplos e de investimento, *asset managements*, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e consultores de investimento, logo se vê que tal regra advinda da autorregulação constitui um poderoso elemento de indução das companhias para os segmentos especiais de listagem, tornando-os, na prática, obrigatórios para quem pretende acessar o público investidor.

Foi assim que a primeira década dos anos 2000, sobretudo a sua segunda metade, caracterizou-se pelo crescimento rápido e intenso do mercado de capitais no Brasil, especialmente no âmbito do Novo Mercado, algo que nunca se viu na história brasileira. Os números comprovam esse desenvolvimento:

(i) entre 2003 e 2010, ocorreram 122 ofertas públicas iniciais, sendo que o número de companhias listadas no Novo Mercado passou de 2 para 113<sup>85</sup>; (ii) entre 2003 e 2010, foi captado o valor total de R\$ 277,5 bilhões em emissões primárias de ações (ofertas iniciais e *follow-ons*)<sup>86</sup>; (iii) em 2007, o Brasil foi o terceiro mercado de ações mais ativo do mundo, atrás de China e Estados Unidos, sendo responsável por 10% do volume total de recursos investidos em emissões primárias de ações em todo o planeta<sup>87</sup>; (iv) em 2008, pela primeira vez, a *capitalização de mercado* alcançou o valor do PIB<sup>88</sup>; (v) em 2009, o maior IPO do ano, no valor de US\$ 8 bilhões, foi realizado no Brasil e, em 2010, com o lança-

mento de ações da PETROBRAS, no valor de cerca de US\$ 70 bilhões, o Brasil realizou a maior oferta de ações da história<sup>89</sup>; (vi) em 2010, a BM&FBOVESPA tornou-se a segunda maior bolsa do mundo em valor de mercado<sup>90</sup>; (vii) em 2010, o valor anual das transações na BM&FBOVESPA foi o maior de sua história, constituindo-se no sexto maior em todo o mundo (aumento de US\$ 200 bilhões em 2003 para US\$ 2,5 trilhões em 2010)<sup>91</sup>; (viii) em 2010, atingiu-se o maior número de pessoas físicas com investimentos na BM&FBOVESPA (600 mil)<sup>92</sup>.

Assim, depois de décadas em que o objetivo foi estabelecido, mas não alcançado, as empresas brasileiras passaram a encontrar no mercado de capitais um instrumento de financiamento de longo prazo. Ao dispor de recursos captados no mercado de capitais (e também do BNDES), as companhias brasileiras iniciaram um forte processo de crescimento, baseado em operações de fusão e aquisição, num movimento de progressiva consolidação de diversos segmentos da economia. Observou-se, assim, o florescimento de um ativo mercado de controle acionário.

De fato, em 2006, foram 75 operações de fusão e aquisição, envolvendo R\$ 132,3 bilhões; em 2007, 148 operações, envolvendo R\$

85 Fonte: ANBIMA. *Boletim ANBIMA Mercado de Capitais*, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo *Mercado de Capitais em números*. Disponível em [http://www.anbima.com.br/publicacoes/boletim\\_2010.asp](http://www.anbima.com.br/publicacoes/boletim_2010.asp). Acesso em: jan. 2011.

86 Fonte: BM&FBOVESPA, *Boletim Empresas*, Edição n. 21, ano 2, 2010. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/boletim-edicao-21-noticias-Maior-volume-financeiro-da-historia-1.asp>. Acesso em: jan. 2011.

87 Ernst & Young. *Growth during economic uncertainty: global IPO trends report*, 2008. Disponível em: [http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/SGM\\_IPO\\_Trends\\_2008](http://www.ey.com/GL/en/Services/Strategic-Growth-Markets/SGM_IPO_Trends_2008). Acesso em: jan. 2011 (o Brasil captou US\$ 27,3 bilhões em IPOs<sup>8</sup>, contra US\$ 34,2 bilhões nos Estados Unidos e US\$ 66 bilhões na China).

88 VIERA, F. Valor das Empresas na Bolsa Alcança o PIB. *Folha de S. Paulo*, São Paulo, 16 jun. 2008. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u412753.shtml>. Acesso em: jan. 2011. Em 1996, a *capitalização de mercado* equivalia a apenas 37% do PIB.

89 Cf. COWAN, L. e JELMAYER, R. *Year's Biggest IPOs Make Debut*. *Wall Street Journal*, New York, 8 out. 2009. Com a operação da PETROBRAS, maior oferta pública de ações da história em todo o mundo (R\$ 120,3 bilhões, ou US\$ 70 bilhões considerando-se o câmbio do dia), a bolsa brasileira passou a ter valor da ordem de R\$ 30,4 bilhões de reais, cerca de 25% maior do que a soma do valor de três das mais tradicionais bolsas do mundo à época (Nova York, Londres e Nasdaq). A esse respeito, confira-se o discurso do presidente da BM&FBOVESPA por ocasião da oferta de ações da PETROBRAS de 2010: PINTO, E. *Discurs...*, cit.

90 *Ibidem*.

91 Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pi-br/noticias/2010/download/balanco-novembro2010.pdf> e <http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/bovespa-ja-2a-maior-mundo-valor-mercado-599328>. Acesso em: jan. 2011.

92 Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pi-br/noticias/2010/download/balanco-novembro2010.pdf> e <http://www.administradores.com.br/informe-se/informativo/numero-de-investidores-pessoa-fisica-na-bolsa-segue-em-alta/30858/>. Acesso em: jan. 2011.

136,5 bilhões; em 2008, 99 operações, envolvendo R\$ 125,9 bilhões; em 2009, 95 operações, envolvendo R\$ 119 bilhões; em 2010, 143 operações, envolvendo 184,8 bilhões<sup>91</sup>.

Em pesquisa da THOMSON REUTERS, que analisou um universo diferente de empresas, constatou-se que em 2010 as operações de fusão e aquisição quebraram dois recordes: (i) número de operações – 707 negócios contra o recorde anterior, verificado em 2007, de 699; e (ii) valor envolvido – US\$ 120,6 bilhões<sup>92</sup>.

Tais operações não se limitaram às fronteiras do país, tornando-se frequente a aquisição de empresas estrangeiras por brasileiras, num processo de internacionalização das companhias nacionais<sup>93</sup>.

Essa profunda transformação da realidade anterior, ocorrida no decorrer de apenas cerca de cinco anos, vem abalar as estruturas econômicas, sociais e jurídicas dominantes. Este trabalho analisa um dos aspectos centrais que decorrem dessa mudança: a disciplina das operações de aquisição de controle acionário.

Antes, porém, cabe examinar as seguintes questões: quais são os fatores que impediram o desenvolvimento do mercado de capitais nas décadas anteriores e que, por outro lado, levaram ao seu rápido crescimento a partir de 2004; que impactos o desenvolvimento do mercado de capitais tem sobre a companhia brasileira; quais são as perspectivas para o futuro. Essa análise é objeto dos próximos Capítulos.

93 Fonte: ANBIMA, *Boletim Fusões e Aquisições*, ano 6, n. 13, primeiro trimestre de 2011. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br>>. Acesso em: jun. 2011.

94 Fonte: Thomson Reuters. Disponível em: <[http://br.reuters.com/article/topNews/idBRSPE/0300W20110104](http://thomsonreuters.com)>. Acesso em: jan. 2011.

95 No primeiro semestre de 2010, foram anunciadas 59 operações de fusão e aquisição. A aquisição de empresas estrangeiras por brasileiras representou 46,6% do volume total de recursos envolvidos nessas operações. Fonte: ANBIMA, *Boletim Fusões e Aquisições*, ano 5, n. 10, primeiro semestre de 2010. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/publicacoes/args/bol-fa\\_10-1bi.pdf](http://www.anbima.com.br/publicacoes/args/bol-fa_10-1bi.pdf)>. Acesso em: jan. 2011.

## CAPÍTULO II

### FATORES DO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

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

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

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