

UC Berkeley

Latin American and Caribbean Law and Economics Association (ALACDE) Annual Papers

Title

Análise da Eficiência de Normas Societárias: Emissão de Preferenciais, Tag Along e Composição do Conselho Fiscal

Permalink

<https://escholarship.org/uc/item/6xd441jc>

Author

Gorga, Erica

Publication Date

2007-05-03

ANÁLISE DA EFICIÊNCIA DE NORMAS SOCIETÁRIAS: EMIÇÃO DE PREFERENCIAIS, TAG ALONG E COMPOSIÇÃO DO CONSELHO FISCAL

Érica Gorga*

30/01/07

*Professora de Direito dos Negócios da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas (DIREITO GV). E-mail: ericagorga@fgvsp.br, Endereço: Rua Rocha, nº 233, Bela Vista, São Paulo – SP, 01330-000.

A autora agradece os comentários de Rachel Sztajn, Mauro Rodrigues Penteado, Antonio Zoratto Sanvicente e Bernard Black, em relação às idéias aqui discutidas.

ANÁLISE DA EFICIÊNCIA DE NORMAS SOCIETÁRIAS: EMISSÃO DE PREFERENCIAIS, TAG ALONG E COMPOSIÇÃO DO CONSELHO FISCAL

Érica Gorga

Resumo

O trabalho objetiva discutir a eficiência de normas introduzidas na reforma da Lei de Sociedades Anônimas (Lei 10.303/01), especialmente as que tangem ao limite de emissão de ações preferenciais, aos direitos de acionistas minoritários em caso de alienação de controle (*tag along*), e à composição do conselho fiscal. O trabalho tem como base a análise do ambiente institucional brasileiro, caracterizado particularmente por conflitos de agência entre acionistas majoritários e minoritários e por elevados benefícios privados do controle.

No que se refere ao limite para emissão de ações preferenciais, argumenta-se que a reforma acabou por manter o *status quo* para companhias abertas existentes, sendo mais eficiente a adoção de normas que promovam a diminuição da emissão de ações preferenciais, de acordo com a regra uma ação-um voto. No que diz respeito aos direitos na alienação de controle, argumenta-se que a reforma estabeleceu direito dos acionistas minoritários a 80% do preço pago às ações do controle, o que pode significar um incentivo ainda insuficiente, devido às particularidades do ambiente de elevados benefícios privados de controle no país. O trabalho argumenta que o *tag along* deveria ser de 100%. No que diz respeito à composição do conselho fiscal, o trabalho argumenta que os acionistas minoritários deveriam representar a maioria dos conselheiros, criticando o veto presidencial sobre a mudança proposta.

Abstract

The paper aims to discuss the efficiency of legal rules introduced by the reforms to the Corporate Law (Law 10.303/01), especially those concerning the limit of issuance of non-voting shares, minority shareholders rights in a sale of control (*tag along*), and the composition of the audit committee. The paper has as its basis the analysis of the Brazilian institutional environment, especially characterized by agency conflicts between majority and minority shareholders and by high private benefits of control.

Concerning the limit of issuance of non-voting shares, the paper argues that the reform ended up maintaining the *status quo* for existing public companies, and that it would be more efficient to adopt legal rules that would promote a reduction of issuance of non-voting shares, according to the one share-one vote pattern. Concerning minority rights in a sale of control, the reform has established that minority shareholders can share 80% of the price paid to the controlling shares, which can result in insufficient incentives concerning the particularities of the environment with high private benefits of control. The paper argues that the *tag along* rights should have been 100%. Concerning the composition of the audit committee, the paper argues that minority shareholders should represent the majority of members, criticizing the presidential veto on the proposed reform.

I. Introdução

Tem-se discutido correntemente na mídia uma suposta tendência de pulverização acionária no mercado de capitais nacional.¹ Além disso, tem-se ressaltado a estratégia de algumas empresas de buscar financiamento no mercado de capitais como alternativa ao mecanismo tradicional de crédito via sistema bancário.² A tendência à pulverização de ações poderia se constituir em mecanismo de promoção da liquidez do mercado de capitais, incentivando o seu desenvolvimento tanto para ofertantes como para compradores de valores mobiliários. Com a pulverização, o desconto tradicionalmente aplicado às ações minoritárias sem poder de controle acabaria fazendo com que houvesse um aumento do valor das ações e maior incentivo para os ofertantes em buscarem financiamento no mercado de capitais.

Entretanto, uma questão ainda dormente perante a onda de otimismo que recentemente predomina entre os comentadores diz respeito às conseqüências que poderiam advir ao controle da sociedade se esta suposta tendência à pulverização realmente se consolidasse. Mudaria-se a natureza do conflito de agência no mercado brasileiro, que passaria do padrão tradicional acionista controlador vs. acionista minoritário para o padrão administradores vs. acionistas, tal como há tanto tempo sucede do mercado americano. A pulverização de ações, portanto, além de trazer possíveis benefícios, encerraria uma série de custos – os custos de agência – tão já largamente discutidos pela literatura estrangeira.³ Há tempos Berle e Means anunciaram que, quando o administrador não detém propriedade suficiente da companhia, haverá uma assimetria de interesses entre ele e os acionistas, de forma que ele poderá se beneficiar da ausência de incentivo para monitoramento, extraindo benefícios da companhia em detrimento dos interesses dos demais acionistas.⁴

Para que a pulverização do controle das empresas nacionais seja possível com ganhos para todos os agentes econômicos, como nos mostra a experiência estrangeira, é necessário que haja um sistema jurídico que assegure os direitos dos acionistas.⁵ Países que

¹ Ver, por exemplo, Dasa vai pulverizar o controle acionário em bolsa. *Valor Econômico*, 25/01/2006. Para Previ, pulverização de controle valoriza governança. *Valor Econômico*, 18/01/2006. Perdigão pulveriza capital e entra na onda das companhias públicas, *Valor Econômico*, 17/01/2006. Empresas sem dono. *Revista Exame*, 26/01/2006.

² Dinheiro mais barato para as empresas. Com anos de atraso, as companhias brasileiras começam a ter opção de financiamento fora dos bancos. *Revista Exame*, 25.04.2005.

³ JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, p. 305, Oct. 1976.

⁴ BERLE, Adolf. A., MEANS, Gardiner C. *The modern corporation & private property*. New Brunswick, London: Transaction Publishers, 1999.

⁵ La Porta et al. demonstram empiricamente que países com melhor proteção jurídica aos investidores, tanto no que se refere ao conteúdo como à qualidade de coerção judicial (*enforcement*) das normas, têm mercados de capitais e de crédito mais bem desenvolvidos, isto é, que proporcionam melhores condições para as sociedades conseguirem financiamento externo. LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Law and finance. *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, p. 1113, Dec. 1998. LA PORTA, Rafael;

experimentaram a pulverização de ações sem contar com um aparato jurídico adequado tiveram problemas seríssimos que repercutiram em todo o sistema econômico.⁶

Assim, tendo em vista a premência do momento atual e aproveitando-se a tendência favorável que se anuncia⁷, esse trabalho busca tecer algumas considerações sobre a adequação do modelo societário brasileiro com vistas a providenciar bases mais sólidas para o desenvolvimento do mercado de capitais de modo sustentável, para que se possa incrementar a sua capacidade de financiar as empresas brasileiras e de promover o desenvolvimento econômico.

Ainda que possa se argumentar que muitas das mudanças aqui propostas não sejam factíveis no âmbito prático, pois que suscitariam a pressão de grupos de interesses, que, como o já presenciado em outras reformas, realizariam esforços de *lobby* a fim de obstar mudanças ao seu status quo, o trabalho parte do pressuposto de que é necessário o estudo do modelo ideal, ainda que com o fim de guiar a escolha do modelo *second best*, tal como o apregoado pela literatura econômica.

II. Características do ambiente institucional brasileiro: conflitos de agência e benefícios privados do controle

Antes de inquirirmos sobre a eficiência de normas societárias introduzidas pela reforma da lei 10.303/01, deveremos ter em mente as características específicas do ambiente institucional brasileiro.

Estudo recente de André Carvalhal-da-Silva e Ricardo Leal reforça o padrão de concentração entre propriedade e controle nas sociedades brasileiras já encontrado em estudos anteriores. Numa amostra de 225 sociedades com base nas Informações Anuais de 2000, os autores verificaram que 203 sociedades ou 90% da amostra, tinham um acionista que detém mais de 50% das ações ordinárias. Esse acionista detém, em média, 76% do capital votante e 54% do capital total da sociedade. Dentre as 22 sociedades que não são controladas por um único acionista, o maior acionista detém, em média, 37% do capital votante. Considerando a amostra

LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, v.58, n. 1-2, p.3-27, 2000.

⁶ Vide o caso da Rússia. BLACK, Bernard, KRAAKMAN, Reinier, TARASSOVA, Anna. *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?*, 52 STANF. L. REV. 1731 (2000).

⁷ Artigo recente da Gazeta Mercantil anuncia “Recorde de estrangeiros no mercado de capitais”, 29 de janeiro de 2007.

total, o maior acionista detém, em média, 72% do capital votante, enquanto os três e os cinco maiores acionistas detêm, respectivamente, 85% e 87%.⁸

Postas essas considerações, podemos perceber que o problema de agência (*agency*) no Brasil tem características diversas do que o exposto usualmente na literatura americana. Não encontramos aqui os casos de sociedades abertas com ações dispersas entre o público (*quasi-public corporations*), caracterizadas pelo controle gerencial (*management control*), o que ocorre quando as participações acionárias dos maiores acionistas da empresa são tão pequenas que passam a ser proporcionalmente desprezíveis perante a quantidade total de ações. No Brasil, as companhias abertas possuem acionista(s) majoritário(s) efetivamente detentor(es) da maioria do capital votante. Existe a concentração da propriedade principalmente em relação às ações votantes que conferem o direito de tomada de decisões na sociedade, havendo alguma extensão de dispersão acionária, por meio das ações preferenciais.⁹

A literatura societária internacional tem recorrido ao uso do conceito de benefícios privados do controle para realizar considerações acerca da eficiência de determinadas normas num contexto institucional específico. Benefícios privados do controle, segundo a definição de Bebchuk, são as vantagens que os acionistas controladores podem extrair de uma companhia em detrimento dos outros acionistas. Os benefícios privados do controle serão superiores quando a proteção aos acionistas minoritários for mais fraca. Benefícios privados podem ser pecuniários, englobando, por exemplo, a possibilidade dos controladores realizarem negócios entre si mesmos e a empresa (*self dealing*) ou a possibilidade da realização de ganhos nos mercados a partir da detenção de informação privilegiada (*insider trading*). Eles podem, outrossim, ser não pecuniários, como quando o controlador maximiza sua utilidade a partir do controle que exerce na tomada de decisões da companhia. Por exemplo, o controle pode criar retornos não monetários para o controlador que tenha fundado a companhia; quando o controle da sociedade esteve sempre nas mãos da família do controlador; ou, quando o controlador se beneficia de prestígio por estar em tal posição.¹⁰

⁸ CARVALHAL-DA-SILVA, André, LEAL, Ricardo *Corporate governance, market valuation and dividend policy in Brazil*. Coppead Working Paper Series No. 390, Nov. 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=477302>>, p. 7. O capital acionário, em média, é composto por 53% de ações votantes e 47% de não-votantes. (p. 9) Também SCHIEHL, Eduardo, SANTOS, Igor Oliveira dos. Ownership structure of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies. *Revista de Administração*, São Paulo, vol. 39, n. 4, out.dez./ 2004, p. 381, considerando dados de 2002, chegam à conclusão de que, “[o]verall, these statistics document that the ownership structure of Brazilian public firms has not changes significantly since 1998 and remains highly concentrated.”

⁹ Cabe mencionar que essa estrutura encontrada no Brasil não é enfim tão discrepante da estrutura de propriedade societária encontrada em outras partes do mundo, notadamente na Europa continental. Ver LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, Corporate ownership around the world. *Journal of Finance*, vol. 54, p. 471, 1999.

¹⁰ BEBCHUK, Lucian A. *A rent-protection theory of corporate ownership and control*. National Bureau of Economic Research Working Paper No. 7203, 1999. Disponível em <<http://www.nber.org/papers/w7203>>.

Exemplos de situações nas quais os acionistas controladores podem oprimir os acionistas minoritários, expropriando o valor de seu investimento, não faltam. Assim, existe potencial para que o controlador extraia benefícios para si em prejuízo dos outros acionistas da companhia em casos de aumento de capital, (falta de) distribuição de dividendos ou retenção de lucros, fusões, resgate acionário, negócios com conflitos de interesses como celebração de contrato entre a sociedade e o controlador, uso de informação privilegiada em detrimento dos demais acionistas, remuneração exagerada, práticas de nepotismo e uso de infra-estrutura da sociedade para negócios particulares, entre outros. Os controladores podem realizar, além disso, investimentos pouco ou nada lucrativos, dos quais extraem benefícios pessoais não pecuniários, mas que obviamente resultam em perdas pecuniárias para os acionistas.

Há estudos que buscam medir a quantidade de benefícios privados que os controladores extraem em relação ao valor total dos valores mobiliários da sociedade (*equity value of a firm*). Alexander Dyck e Luigi Zingales, baseados numa amostra de 412 operações de venda de controle realizadas em 39 países entre 1990 e 2000, demonstraram que os benefícios privados do controle atingem 65% do valor acionário (*equity value*) no Brasil, o valor mais elevado de todos os países da amostra. A magnitude desse valor é compreendida quando se considera a média do valor do controle societário da amostra, que se situa na casa dos 14%.¹¹

Outro estudo, realizado por Tatiana Nenova, demonstrou que o valor do controle no Brasil situa-se, em média, na casa de 23% do valor da companhia. A autora usou uma amostra de 661 sociedades com ações de duas classes (com direito de voto e sem direito de voto) em 18 países, em 1997.¹² Os resultados obtidos por Dyck e Zingales contrastam com os obtidos por Nenova. Isso ocorre porque os autores utilizaram técnicas diferentes para a mensuração dos benefícios privados do controle. Enquanto Dick e Zingales se basearam no valor de venda do bloco de controle, Nenova mensurou a diferença de preços entre ações preferenciais e ordinárias quotadas na bolsa. A autora partiu do pressuposto de que os preços das ações ordinárias apresentavam um prêmio que refletiria o valor dos benefícios privados do controle.¹³

De qualquer forma, ambas as análises demonstram que os benefícios privados do controle no Brasil são elevados o suficiente para significarem uma barreira consistente ao bom funcionamento dos mercados. Os acionistas controladores brasileiros expropriam até 65% do

¹¹ DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, vol. 59, n. 2, p. 537, 2004. Para citarmos alguns exemplos, a medida aproximada dos benefícios privados do controle, em média, para a Alemanha foi de 10% e para os Estados Unidos 1,8%.

¹² NENOVA, Tatiana. The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis. *Journal of Financial Economics*, vol. 68, p. 325, 2003.

¹³ A autora controlou diferenças de liquidez entre as classes de ações, o que é adequado para o caso brasileiro em que as ações preferenciais têm um prêmio devido à sua liquidez. Mesmo assim conseguiu valores estatisticamente significantes.

valor acionário ou 23% do valor total da companhia em razão de estarem na posição controladora.

Para analisarmos a eficiência das normas societárias, partimos, então, dos seguintes pressupostos: a) a consideração do tipo de conflito de agência predominante no mercado nacional, b) a existência de elevados benefícios privados do controle, c) o intuito que se quer buscar, o qual se traduz numa maior eficiência do mercado de capitais, traduzida na diminuição de custos de transações com maior bem-estar para todos os participantes – para as companhias através de maior acesso a financiamento e para os investidores através de maior proteção jurídica do seu investimento realizado em valores mobiliários.

III. Análise das normas societárias

III.1. Ações Preferenciais

Limite de emissão

O direito de voto serve a importante função no contrato de sociedade. Ele representa o direito de tomada de decisões nos aspectos “incompletos” do contrato de sociedade.¹⁴ Segundo Easterbrook e Fischel: “Voting exists in corporations because someone must have the residual power to act (or delegate) when contracts are not complete.”¹⁵

Como o contrato de sociedade não pode disciplinar *ex-ante* todas as decisões a serem tomadas para a condução do negócio social, o direito de voto apresenta-se como instrumento de “completamento”, por assim dizer, do contrato de sociedade original.¹⁶ O direito de voto cabe ordinariamente a acionistas, e não a outros detentores de interesses (*stakeholders*) como credores e trabalhadores, também em função de uma razão econômica. Os acionistas são detentores de pretensão residual (*residual claimants*) do resultado econômico da empresa.¹⁷ Os

¹⁴ O vocábulo “incompleto” é utilizado no sentido empregado na literatura econômica, que se refere a contratos incompletos quando não existe previsão de conduta a ser tomada em relação a todos os eventos futuros possíveis. V. SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A incompletude do contrato de sociedade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, nº. 131, jul./set. 2003, p. 16: “No plano das relações entre acionistas, pode-se pensar na regra de maioria como instrumento de completamento do contrato estruturalmente incompleto”.

¹⁵ *The economic structure of corporate law*. Cambridge: Harvard University Press, 1991, p. 67.

¹⁶ SZTAJN, Rachel, VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, op. cit.

¹⁷ Easterbrook & Fischel, op. cit., p. 11: “Equity investors are paid last, after debt investors, and other investor with (relatively) “fixed” claims. These equity investors have the “residual” claim in the sense that they get only what is left over – but they get all of what is left over.”

acionistas arcam com as *perdas* ou recebem os *lucros* provenientes do desempenho da sociedade, sendo, por conseguinte, eficiente que detenham direito de voto. Os acionistas têm incentivos apropriados, pois se votarem “certo” receberão ganhos, e, se votarem “errado”, arcarão com as perdas.¹⁸

O requerimento de que cada ação tenha direito a voto é considerado uma regra essencial para que se proporcione proteção adequada aos acionistas. Quando as ações apresentam direito a voto, existe uma interligação entre investimento econômico e poder de decisão sobre o mesmo, o que tende a contribuir para a maximização do valor da companhia.¹⁹ Todas as formas de organização acionária que permitam o afastamento da regra “uma ação – um voto” contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder discricionário do controlador da companhia.

As formas de organização acionária que permitam separar investimento de direito de voto, afastando-se do princípio uma ação – um voto, contribuem para aumentar os custos de agência, deixando os investidores mais vulneráveis ao poder daquele acionista que for beneficiado com a atribuição de direito de voto desproporcional ao montante de investimento que realizou. Além disso, a dissociação entre poder de voto e investimento aumenta os benefícios privados do controle, já que incentiva o controlador a expropriar o investimento dos outros acionistas, pois, fazendo isso ele estará auferindo vantagens sem ser afetado pelas desvantagens correspondentes – que seriam a perda do valor do seu próprio investimento - já que investiu em menor proporção, beneficiando-se de mecanismo jurídico que lhe propicia o controle.

Convém lembrar os pertinentes ensinamentos de Jensen e Meckling ao discutir o conflito de agência entre o *owner-manager* e os acionistas minoritários: "As the owner-manager's fraction of the equity falls, his fractional claim on the outcomes falls and this will tend to encourage him to appropriate larger amounts of the corporate resources in the form of perquisites. This also makes it desirable for the minority shareholders to expend more

¹⁸ Easterbrook e Fischel, op. cit., p. 68. Sobre os desincentivos devido ao problema de ação coletiva dos acionistas, os autores explicam que: “And although the collective choice problem prevents dispersed shareholders from making the decisions day by day, managers’ knowledge that they are being monitored by those who have the right incentives, and the further knowledge that the claims could be aggregated and votes exercised at any time, leads managers to act in shareholders’ interest in order to advance their own careers and to avoid being ousted.”

¹⁹ A respeito da discussão sobre a eficiência de uma ação – um voto, ver Sanford Grossman & Oliver Hart. *One Share-One vote and the Market for Corporate Control*, 20 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 175 (Jan/Mar 1988); Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 CALIFORNIA LAW REVIEW 1 (1988); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer & Robert Vishny, *Law and Finance*, 106 JOURNAL OF POLITICAL ECONOMY 1113 (Dec. 1998) p. 1127, Bernard Black & Reinier Kraakman, *A self-enforcing model of corporate law*, 109 HARVARD LAW REVIEW 1911 (1996), p. 1933.

resources in monitoring his behavior. Thus, the wealth costs to the owner of obtaining additional cash in the equity markets rise as his fractional ownership falls."²⁰

Portanto, a possibilidade de emissão de ações preferenciais sem voto agrava o problema de agência porque faz com que a participação da fração do acionista controlador sobre o capital total da sociedade diminua, sendo mantido seu poder de decisão sobre a gestão dos negócios societários. Ações preferenciais sem voto permitem que os controladores mantenham controle da companhia, através do investimento de apenas uma pequena parcela do seu capital total. Uma grande disparidade entre investimento e direito de voto pode provocar incentivos maléficos para a administração da sociedade, já que os controladores não serão constrangidos por um mercado de controle societário (*market for corporate control*). Assim, mesmo que a empresa seja mal administrada, não existirá possibilidade de afastamento dos administradores, e isso diminui os incentivos dos administradores de gerenciarem a empresa eficientemente.²¹

Tal disparidade entre investimento e poder de decisão é maléfica ao desenvolvimento do mercado porque acionistas minoritários potenciais vão descontar os custos de monitoramento e as perdas esperadas ao perceber a divergência entre os seus interesses e os do acionista controlador, levando em consideração que este poderá desviar parte dos retornos para si mesmo, por intermédio de decisões administrativas ineficientes. Essa situação resultará em preços não atrativos dos valores mobiliários, insuficientes para prover o financiamento desejável por intermédio do mercado de capitais. Além disso, o acréscimo dos custos de agência provocará o acréscimo dos custos de transação, tornando mais difícil a obtenção de alocação eficiente de recursos.

As sociedades anônimas brasileiras não estão sujeitas à regra uma ação - um voto. Elas podem emitir ações preferenciais, sem direito a voto, e assim separar o investimento financeiro do direito de tomada de decisão na empresa. Em troca da ausência do direito de voto, as ações preferenciais gozam de vantagens no recebimento de dividendos.²² Embora Lei nº.

²⁰ JENSEN, Michael, MECKLING, William, op. cit., p. 313.

²¹ GILSON, Ronald. Evaluating dual class common stock: the relevance of substitutes. *Virginia Law Review*, v. 73, p. 807, Aug. 1987, argumenta que ações não votantes proporcionam uma efetiva técnica defensiva uma vez que elas protegem os controladores da disciplina do mercado de controle societário (*market for corporate control*). Outro ponto é que as ações não votantes permitem que os acionistas controladores reduzam a proporção de propriedade acionária que detêm, e, assim, os riscos que suportarão num eventual fracasso empresarial, sem que isso dilua o seu controle sobre a empresa. GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice. *California Law Review*, vol. 76, p. 1, 1987, criticou a recapitalização por meio de ações não votantes, fornecendo evidências de que ela reduz a riqueza dos acionistas.

²² Existem situações excepcionais nas quais ações preferenciais podem conquistar direito a voto. A lei assegura que ações preferenciais terão direito a votos nas assembléias gerais de uma sociedade em liquidação (Artigo 213, parágrafo 1 da Lei 6404/76). Outro caso é o parágrafo 1º do artigo 111 que diz: "As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três

10.303/01 tenha diminuído o número permitido de emissão de ações preferenciais numa oferta pública de ações, para 1/2, segundo os termos do artigo 15 § 2º, essa regra não trouxe benefícios suficientes à eficiência organizativa das empresas já que não reduziu significativamente a disparidade entre investimento e direito a voto existente no mercado. A norma ainda permite que companhias que ainda não tinham 2/3 de ações preferenciais na formação de seu capital social, possam atingir tal limite em emissões futuras, aumentando, portanto, ainda mais a disparidade entre investimento e poder de decisão atualmente existente, já que a norma aplica-se somente a novas companhias e às companhias fechadas que decidirem abrir o seu capital.²³

Já que existem casos atuais que parecem apontar uma tendência, ainda que muito tímida, no sentido de empresas realizarem emissões publicas de ações votantes, seguindo a regra uma ação-um voto, seria de todo recomendável que uma próxima mudança legislativa avançasse nessa direção, restringindo a possibilidade de emissão de ações não votantes por companhias abertas a patamares inferiores ao atualmente permitido.²⁴

A discussão acerca da utilidade da regra de uma ação – um voto não é nova entre nós. Os redatores da lei das S.A, na época de sua concepção, argumentaram que, em razão do absenteísmo que normalmente ocorre entre os acionistas minoritários nas sociedades anônimas²⁵, não haveria razão para se acolher o que chamaram de “modelo utópico da S.A”, baseado no sufrágio universal.

Ocorre que a importância do sufrágio universal não está em “aspectos estéticos das construções ideais” – para usar a sua expressão –, de um sistema político de “democracia universal” no bojo da sociedade anônima.²⁶ O princípio de uma ação – um voto, mesmo se

exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.”

²³ Existe corrente de interpretação que sustenta que no caso do inciso III do parág. 1º do art. 8 somente companhias abertas que já tenham emitido ações preferenciais poderão em futuras emissões emitir ações preferenciais até 2/3, pois somente às que já tenham emitido caberia o direito adquirido. Nessa ótica, às companhias abertas que não tenham emitido ações preferenciais, mas, somente ordinárias, aplicar-se-ia a nova regra do limite de 50% para futuras emissões de preferenciais. Entretanto julgamos que tal entendimento não vai prevalecer posto que o inciso III mencionado não faz qualquer distinção entre companhias que já haviam emitido preferenciais ou não, e a fundamentação em termos de direito adquirido é totalmente descabida a nosso ver.

²⁴ Essa proposta fundamenta-se na teoria avançada hodiernamente por estudiosos de law and economics que defendem a visão de que o Direito pode efetivamente induzir agentes econômicos racionais a mudar suas preferências.V. COOTER, Robert. Expressive law and economics. *Journal of Legal Studies*, vol. 27, p. 585, 1998.

²⁵ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz, op. cit., vol I, p. 184.

²⁶ Id. Os autores afirmam que “são exatamente os países onde mais se desenvolveu o mercado de capitais e a economia de mercado (Estados Unidos, Inglaterra e demais países anglo-saxões; Alemanha e Japão) e onde mais a sério se leva proteção do investidor do mercado, os que admitem todas as soluções e deixam ampla liberdade aos empresários para compor a estrutura de capital e distribuir o direito de voto da forma que mais julgarem conveniente.” (LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz, op. cit., p. 186). Tal afirmação, no entanto, é inverídica. Como os mesmos autores reconheceram, id., ibid., à p. 86, nos Estados Unidos, a Bolsa de Nova Iorque, desde 1926, recusava o registro de companhia emitente de ações sem voto. Portanto, mesmo que a legislação federal

houver absenteísmo geral de acionistas²⁷, tem uma função **eminentemente econômica** – e, portanto, a função política não é a predominante – de conciliar direito patrimonial e direito de voto, fator indispensável para o desenvolvimento de um mercado de capitais forte.

Para que a problemática fique mais clara, devemos explicar o que seja essa função eminentemente econômica do direito de voto embutido em cada ação. Para isso, julgamos que a explicação de Easterbrook e Fischel sobre a economia do direito de voto no contexto americano é a mais esclarecedora. Referindo-se à regra uma ação – um voto, os autores explicam:

Voting flows with the residual interest in the firm, and unless each element of the residual interest carries an equal voting right, there will be a needless agency cost of management. Those with disproportionate voting power will not receive shares of the residual gains or losses from new endeavours and arrangements commensurate with their control; as a result they will not make optimal decisions.

This also explains why there is so little nonvoting stock and is a justification for the New York Stock Exchange's policy of not listing firms with nonvoting issues. The greater the departure from equal weighting of vote among residual claimants, the greater the (unnecessary) agency costs. (...)” (negrito nosso)

Em termos econômicos, segundo explicam Easterbrook e Fischel, a permissão de ações preferenciais sem direito de voto produz efeito econômico semelhante ao da permissão da venda de votos, a qual é proibida no ordenamento jurídico [“they are understandable on much the same basis as equal-weighting rule”]. Por que os ordenamentos jurídicos normalmente proíbem a compra de votos? Por que alguém que quer ter direito de voto tem que comprar a ação? A resposta é simples: para que o voto esteja ligado ao interesse econômico que a ação representa (“votes go with the equity interest”). A vinculação do voto ao interesse econômico garante a contenção de custos de agência não necessários. **Se o proprietário de 20% dos direitos patrimoniais vier a adquirir todos os votos, o seu incentivo para tomar decisões será o equivalente a apenas 1/5 do valor que essas decisões acarretem.** O detentor dos votos vai ter incentivos para se engajar em comportamentos que não maximizem a riqueza da sociedade, já que a maior parte do custo proveniente desses comportamentos será suportada pelos demais detentores de direitos patrimoniais. O detentor dos votos terá incentivos para “consume excessive leisure and perquisites” e por consequência “[t]he risk of such shirking would reduce the value of investments in general”.²⁸

americana permitisse a emissão de ações sem voto, se a maior bolsa do país restringia o uso delas, resultou que os empresários que desejavam participar do mercado de capitais via bolsa – que é o *locus* por excelência onde esse mercado se concretiza – **não** gozavam da liberdade de “compor a estrutura de capital” e muito menos de “distribuir o direito de voto da forma que mais julgarem conveniente”, como dito pelos autores.

²⁷ O absenteísmo é explicado pelo problema da ação coletiva.

²⁸ EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R. Voting in corporate law, op. cit., p. 410.

Regras jurídicas que atrelem direito de votos a direitos patrimoniais equivalentes das ações aumentam, portanto, a eficiência da organização societária.

É importante, todavia, deixar claro que quando propomos como forma ótima de regulação o banimento das ações preferenciais *sem direito de voto*, nem por isso deixamos de reconhecer que podem existir contextos e operações nas quais seja eficiente a emissão dessas ações.²⁹

As ações preferenciais podem ter direito de voto, não sendo da natureza do instituto não encerrar direito de voto.³⁰ No caso de ações preferenciais com direito de voto, o problema de agência advindo da desvinculação entre direitos patrimoniais e direito de voto, não se aplica, por óbvio.³¹ Mauro R. Penteado ressalta o papel das ações preferenciais nas companhias fechadas, o que nos leva a refletir que, com razão, a proposta sobre o banimento das ações preferenciais sem voto que viemos defendendo, por meio de lei, somente se deve aplicar a companhias abertas, que recorrem a emissão pública de ações para captação de poupança do público investidor. No contexto das companhias fechadas, tal recomendação não seria apropriada, posto que, pelas mesmas razões de eficiência, deve prevalecer a autonomia privada que deflui do contrato de sociedade.³²

²⁹ Para uma defesa da liberdade da emissão dessas ações ver FISCHER, Daniel R. Organized exchanges and the regulation of dual class common stock. *University of Chicago Law Review*, vol. 54, p. 119, 1987.

³⁰ V. PENTEADO, Mauro Rodrigues. Ações preferenciais. In LOBO, Jorge (coord.), op. cit., p. 183, apoiado nas lições de João Eunápio Borges.

³¹ Como diz Penteado, id., ibid., p. 184: “Certos problemas, como o uso abusivo da preferencial sem voto, não provêm da lei, mas, como visto, do desconhecimento, do abuso da lei, ou de práticas empresariais reprocháveis.” E adiante: “Na vigência da redação original da Lei nº 6.404/76 sedimentou-se péssima prática empresarial representada pela emissão de ações preferenciais desprovidas do direito de voto, cuja única preferência ou privilégio consistia na prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele. (...)” (p. 191). Por isso, aliás, o legislador de 2001 veio limitar a possibilidade desse tipo de preferência, que passa a não mais ser possível para as companhias abertas. (p. 200).

³² V. FISCHER, Organized exchanges and the regulation of dual class common stock, op.cit., p. 136 e ss., sustentando que existem situações nas quais a retenção do controle por administradores (ou por acionistas majoritários) pode ser consistente com a maximização de riqueza para os acionistas, como no caso de esses atores econômicos darem mais valor ao controle do que os outros acionistas ou no caso de os próprios investidores atribuírem valor à continuidade da gestão empresarial. A retenção do controle pode induzir os controladores a investirem em capital humano específico (*firm-specific human capital*), desenvolvendo competências específicas para administrar a companhia. O incentivo para a aquisição dessas habilidades resulta da expectativa dos administradores de estarem gerindo a sociedade no longo prazo, para que possam recuperar o investimento que fizeram para a aquisição desse conhecimento. Os acionistas também receberão retorno por esse investimento em competências específicas, já que os administradores poderão aumentar o valor da empresa. Ocorre que, como o próprio Fischer reconhece, id., ibid., p. 142, apenas pequena porcentagem das sociedades americanas tem emitido duas classes de ações sendo uma delas não votante, o que significa, de fato, que a emissão de ações não votantes não é um arranjo ótimo para a maioria das empresas. Isso porque, como ressalta o autor, id., ibid., p. 145, os investidores descontam os preços das ações sem direito de voto que passam a valer menos que as ações votantes. Num mercado como o brasileiro, em que a grande maioria das sociedades utiliza-se do recurso de emissão de preferenciais não votantes, ocorre outro fenômeno. Ao invés das preferenciais terem seu preço descontado, essas ações possuem um prêmio em relação às ações ordinárias devido a sua liquidez. Mas, mesmo assim, existe o consenso de que, no geral,

Outro ponto importante diz respeito às diferenças dos efeitos da emissão de ações não votantes conforme ocorram em diversos ambientes institucionais. Como diz Fischel, “A prohibition of dual class voting may protect investors in some instances yet harm them in others. **Whether a prohibition is desirable depends in large part on a weighting of these costs and benefits.** (...) no reason exists to believe that one type of regulation is optimal for all firms. Some types of firms might benefit from rules allowing dual class common stock while others might not.” (negrito nosso).³³ Aqui está a necessidade de análise de acordo com cada ambiente institucional específico, à qual referimos acima. Num contexto como o americano, onde a grande maioria das ações em circulação é de ações votantes, e o mercado de capitais é desenvolvido e eficiente, uma regra que permita a emissão de ações não votantes pode vir a ser eficiente, como defende Fischel.

Por isso, nos Estados Unidos, os benefícios da permissão de emissão de ações não votantes tendem a superar os custos provenientes da não permissão, já que a não permissão estaria inviabilizando a possibilidade de que algumas emissões eficientes de ações não votantes pudessem ser realizadas.³⁴ Num mercado como o brasileiro, ao contrário, o custo da permissão da emissão de ações preferenciais é mais alto do que os eventuais benefícios, tendo em vista as perversões que foram criadas no mercado, onde o aumento do custo de agência proveniente da larga emissão de preferenciais acabou fazendo com que haja um desconto praticado não só em relação às próprias preferenciais mas, inclusive, em relação às ações ordinárias, vindo a prejudicar o desenvolvimento de todo o mercado. Tal situação impossibilita a obtenção de financiamento desejável das sociedades por meio do mercado de capitais, criando-se um problema que contamina o mercado, com a precificação a níveis baixos de todos os valores mobiliários, tal como ocorre no mercado de automóveis, segundo a reflexão de Akerlof tratando do *market for lemons*. No ambiente brasileiro, os benefícios do banimento das ações sem voto certamente suplantariam os seus custos.

Ainda outro ponto relevante refere-se ao aspecto temporal, isto é, a partir de que etapa no desenvolvimento do mercado de capitais a emissão de ações preferenciais pode se tornar eficiente à medida que os seus benefícios suplantem os custos decorrentes. Nos Estados

ambas as ações acabam tendo preço subavaliado devido à elevada probabilidade de os acionistas terem seu investimento expropriado em face dos incentivos para comportamentos oportunistas que as ações sem voto criam. Assim, forma-se uma situação perversa para o desenvolvimento do mercado, formando-se um equilíbrio num nível ineficiente.

³³ Organized exchanges and the regulation of dual class common stock, op.cit., p. 131.

³⁴ Mesmo assim, convém lembrar que a maior parte da literatura americana considera ineficiente a permissão jurídica da emissão de ações não votantes, tal como já citamos nas notas anteriores.

Unidos, no começo do desenvolvimento do mercado, conforme ressalta a literatura³⁵, a proibição de ações não votantes exerceu papel fundamental para alinhar interesses de administradores e acionistas, diminuindo custos de agência e incentivando o desenvolvimento do mercado. Se nos Estados Unidos, onde já existe um mercado de capitais forte, a emissão de ações não votantes pode ser eficiente em determinadas situações, o mesmo não se aplica a um mercado incipiente tal como o brasileiro, muito pelo contrário. Para o processo de desenvolvimento do mercado, o alinhamento de interesses é condição *sine qua non*.

Superada, portanto, está a tendência das legislações modernas de admitirem ações preferenciais sem direito de voto, a que se referiram ilustres juristas brasileiros.³⁶ Hoje em dia, cientes que estão dos efeitos perversos que o uso de ações preferenciais em grandes proporções ocasiona ao mercado, os estudiosos de governança corporativa vêm recomendando a adoção de regras que visem a impedir a severa dissociação entre direito de voto e investimento econômico. Assim, visando a fomentar o desenvolvimento dos mercados de capitais, ainda mais numa época marcada por acirrada competição, na qual se faz necessário expandir os mecanismos de captação de poupança para investimento produtivo, os ordenamentos jurídicos e os sistemas de regulação privados vêm adotando normas para restringir o uso de ações sem voto. Esse é o caso do ordenamento jurídico alemão, que desde 1º de maio de 1998, com a edição do *Kontroll- und Transparenzgesetz* (KonTraG), passou a proibir a criação de ações sem direito de voto e a criação de ações com voto plural.³⁷

Acertada é também a iniciativa da Bovespa, ao exigir a regra uma ação – um voto para listagem no Novo Mercado, adequando-se à tendência mundial das bolsas de criar regras que possam selecionar papéis de qualidade, de modo a proporcionar maior segurança ao público investidor.

³⁵ SELIGMAN, Joel. Equal protection in shareholder voting rights: the one common share, one vote controversy, op. cit. V. também GORDON, Jeffrey N. Ties that bond: dual class common stock and the problem of shareholder choice, op. cit.

³⁶ LAMY FILHO, Alfredo, PEDREIRA, José Luiz, op. cit., p. 85. WALD, Arnaldo. Em defesa das preferenciais, op. cit., p. 21.

³⁷ V. BAUMS, Theodor. *Corporate Governance in Germany – System and Current Developments*. Universität Osnabrück, s.d. Disponível em <<http://www.jura.uni-osnabrueck.de/institut/hwr/PDF/paper70.pdf>>. V. também HÖPNER, Martin. *European corporate governance reform and the German party paradox*. Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, MPIfG Discussion Paper 03/4, Mar. 2003. Disponível em <www.mpi-fg-koeln.mpg.de>, p. 21: “The KonTraG was passed in 1998 and represented the first significant change of direction in German corporate governance regulation. Beside some limited modifications to supervisory board regulation, risk management and bank ownership of industrial capital, this capital-market-oriented law legalized share buybacks, facilitated the introduction of stock options and, above all, **abolished unequal voting rights. As a result, Germany was one of the precursors of the “one share, one vote” rule in Europe**, which was of importance in the 2000 takeover battle between *Vodafone* and *Mannesmann*.” (negrito nosso) As ações com voto plural, obviamente, sofrem dos mesmos problemas dos perversos incentivos econômicos encontrados nas ações preferenciais sem voto, já que proporcionam direito de voto não correspondente ao investimento patrimonial realizado, sendo, oportunamente, vedadas no Brasil pela Lei nº 6.404/76, art. 110 § 2º.

Entretanto, deve-se levar em consideração que, tal como expuseram Easterbrook e Fischel um banimento total da possibilidade de emissão de ações preferenciais poderia impactar negativamente o mercado, desencadeando temor nos controladores da perda do controle das companhias em novas emissões, o que poderia acarretar o cancelamento de registro de muitas companhias abertas. De fato, existem preferências baseadas em cultura arraigada que restringem o desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Fala-se aqui da cultura patrimonialista do empresariado nacional, herança deixada por séculos de colonização e desenvolvimento industrial baseado em formas tradicionais de produção, no sentido weberiano.³⁸ O controlador brasileiro típico parece maximizar sua utilidade a partir do exercício do controle, mesmo que, para isso, tenha que abrir mão da possibilidade de maior capitalização e crescimento da companhia.³⁹

Tendo em vista esse cenário sociocultural, pode-se argumentar, por um lado, que o banimento das preferenciais sem voto não seria desejável de uma hora para a outra, apesar de ser a solução mais apropriada em se querendo diminuir os incentivos para expropriação do investimento de acionistas minoritários e fortalecer o mercado. Mas, uma vez que a lei 10.303 determinou mudanças muito tímidas a esse respeito, em nossa visão, o legislador deverá programar quando da próxima reforma uma redução *progressiva e gradual* do limite máximo para que a emissão de preferenciais seja banida no decurso de alguns anos. Assim, a lei poderia induzir os controladores a mudarem sua visão, pois estes teriam tempo suficiente para absorver e incorporar as mudanças no padrão de propriedade/controlado das companhias, e até se beneficiar dos preços superiores dos valores mobiliários no mercado. Essa migração para a proibição da ação sem voto deverá ser realizada com muita cautela, talvez pensando-se até em um programa de conscientização das práticas de governança adequadas a ser implementado pela CVM, para que a coletividade inteira não venha a perder com o cancelamento de registro das companhias e o enfraquecimento do mercado de capitais, pois, se isso acontecesse, o efeito seria o oposto do desejado. Seria o caso, talvez, de se pensar, inclusive, no estabelecimento de benefícios (fiscais ou de outra natureza) para as companhias que só fizessem emissões de ações votantes.

³⁸ O termo tradicional é usado por Weber no sentido de que um homem quer viver como ele está acostumado a viver e quer ganhar aquilo que for necessário para esse propósito. WEBER, Max. *The protestant ethic and the spirit of capitalism*. London: George Allen and Unwin, 1948.

³⁹ Ver discussão do argumento em Gorga, Érica. *Does Culture Matter for Corporate Governance? A Case Study of Brazil*, Stanford Law School John M. Olin Program in Law and Economics Working Paper No. 257, May 2003, available in Social Science Research Network, at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=410701 e pesquisa realizada por KORN FERRY INTERNATIONAL AND MCKINSEY & COMPANY. *An overview of corporate governance in Brazil*, 2001. Disponível em: www.kornferry.com.br/upload/informacao/KF_McK_govern_ing.pdf.

III.2. Direitos na alienação de controle

Acionistas minoritários devem ser protegidos na alienação de controle quando os benefícios privados de controle são elevados a fim de que sejam impedidas vendas ineficientes do controle societário.⁴⁰ Embora *tag along rights* possam impedir vendas eficientes de controle em alguns casos⁴¹, *tag along rights* são necessários no contexto da governança corporativa nacional. Benefícios privados de controle são extremamente altos no Brasil.⁴² Nesse caso, quando não existem *tag along rights*, compradores potenciais terão fortes incentivos para adquirir o controle e expropriar os acionistas minoritários.

A adoção da norma de igual oportunidade não deve ser justificada a partir de uma “visão democrática” que supostamente deveria vigorar dentro da sociedade anônima, que refletisse um modelo em miniatura da sociedade política, argumento que foi criticado, na doutrina nacional, por renomados autores.⁴³ Não negamos que a titularidade do poder de controle advém da congregação de número suficiente de ações dotadas de direito de voto a acionista que exerce as prerrogativas decorrentes desse poder. Não negamos que justamente por gozar do poder de controle da sociedade, a legislação positiva atribui uma série de responsabilidades e deveres que recaem exclusivamente sobre o acionista controlador.⁴⁴ Ocorre que, segundo as inegáveis evidências trazidas pela literatura econômica, quer nos parecer que ou a lei abre muitas brechas permitindo condutas que não se adequam aos princípios e responsabilidades que ela

⁴⁰ Black & Kraakman, nota 19 acima, p.46.

⁴¹ Ver Lucian Arye Bebchuk, *Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control*, 109 THE QUARTERLY JOURNAL OF ECONOMICS 957 (Nov., 1994).

⁴² DYCK, Alexander, ZINGALES, Luigi. Private benefits of control: an international comparison. *Journal of Finance*, vol. 59, n. 2, p. 537, 2004. Para citarmos alguns exemplos, enquanto a média do Brasil atinge a casa dos 65%, o valor aproximado dos benefícios privados do controle, em média, para a Alemanha foi de 10% e para os Estados Unidos 1,8%.

⁴³ V. COMPARATO, Fábio Konder. *O poder de controle da sociedade anônima*, op. cit., p. 247 e ss. PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. *Alienação do poder de controle acionário*. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 21 e ss., 170 e ss., 287. Pereira considera que a visão de que o controle é bem social, e, por isso, pertencente à própria sociedade e, indiretamente, à totalidade dos acionistas, é artificial, argumentando que não se vislumbra motivo convincente que justifique a atribuição do sobrepreço pelo controle a investidores ordinários (p. 176), colocando-se, portanto, contrário à tese de igual oportunidade de repartição do ágio do controle. Quiçá a visão dos autores tenha sido influenciada pelo elemento temporal da época em que escreviam que não permitiu antever até quanto chegaria o montante dos prêmios de controle posteriormente, pois, como disse Pereira, id. Ibid., p. 288, “[o] número de negócios de alienação de controle empresarial no Brasil, até o presente momento, é muito pequeno.” Como se sabe, é o aparecimento de novas condições econômicas, tais como as evidências sobre transferências de controle abaixo documentadas, que suscitam a necessidade do Direito se aprimorar.

⁴⁴ PEREIRA, Guilherme. *Alienação do poder de controle acionário*, op. cit., p. 22 e p. 287. COMPARATO, *O poder de controle da sociedade anônima*, op. cit., 1975, p. 248, questiona: “Ora, com base em que podem os acionistas não-controladores pretender essa igualdade de *status* com os titulares do controle, se àqueles não se atribuem, em estrita lógica, os mesmos deveres e responsabilidades inerentes ao exercício do poder de comando na empresa?”

mesma adotou⁴⁵, ou os controladores não estão cumprindo todas as responsabilidades decorrentes dos princípios e normas da lei, o que estaria ligado à falta de responsabilização e penalização dos atos ilícitos na prática em razão de todos os problemas que o Judiciário enfrenta atualmente. Se essas hipóteses não fossem plausíveis⁴⁶, não haveria razão para a existência dos enormes prêmios de controle que vêm sendo praticados, que, na verdade, refletem os vultosos benefícios privados do controle que são desviados das sociedades. Por isso, a questão motivadora que guia a nossa argumentação é saber qual é a natureza, *de onde* provêm os elevadíssimos prêmios de controle que são pagos nas alienações de controle societário no país. Senão, vejamos.

Dados do ano de 2000 revelam, por exemplo, que o prêmio pago pelas ações do bloco de controle em relação às ações (não pertencentes ao bloco de controle) da classe mais líquida negociadas no mercado de bolsa chegaram a atingir até três dígitos. Na negociação da alienação de controle da companhia Metal Leve, o prêmio de controle foi da ordem de 308%; nos casos das companhias Lacta, Casa Anglo, Fertisul, Arno, Cofap, Varga Freios, Ceval, BCN, Libras, Manah, os prêmios de controle foram, respectivamente, da ordem de 614%, 756%, 123%, 266%, 267%, 173%, 368%, 271%, 511%, 501%; chegando, na companhia Iven, a atingir o deslante de 1.106% ! ⁴⁷ O montante do ágio pago pelo controle no mercado brasileiro, reiteradamente elevado, em proporções excepcionais, na esmagadora maioria dos casos, é *absolutamente incompatível* com o ágio pago pelo controle em mercados mais desenvolvidos.⁴⁸

A existência de algum prêmio na compra das ações que, em conjunto, congregam o controle da sociedade, é natural e faz parte da própria essência da operação econômica de aquisição do controle. Assim, Robert Clark explica que existem duas razões principais pelas quais um terceiro estaria disposto a pagar um prêmio sobre o valor de mercado das ações da companhia para adquirir o bloco de ações de controle. A primeira é *aumentar o valor da companhia*: se o comprador acredita ter competência, poderá esperar que, detendo o controle da companhia, será capaz de melhorar a sua administração, tornando a companhia mais lucrativa. A segunda razão é obter *um tipo de relacionamento de não-acionista (obtain some nonshareholder relationship)*, ou seja, se o comprador detiver o controle, poderá fazer com que a

⁴⁵ Isso já foi argumentado por uma série de autores, como Calixto Salomão Filho e Oscar Brina Côrrea, que criticaram, respectivamente, a generalidade dos princípios da Lei nº. 6.404/76 e os efeitos contrários às próprias intenções da lei que acontecem na prática.

⁴⁶ A nós, nos parece que ambas as hipóteses são comprovadas na prática.

⁴⁷ Os dados sobre preço foram obtidos na Econômica, tendo sido as estimativas sobre os prêmios realizadas pela Dynamo Administração de Recursos Ltda., Carta Dynamo n.º 26, abril de 2000. Disponível em <<http://www.dynamo.com.br/narcartadyn.asp>>.

⁴⁸ Ver NENOVA, op. cit., DYCK e ZINGALES, Private benefits of control..., op. cit. Valadares, em tese de doutoramento defendida na Faculdade de Economia da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, concluiu que o prêmio médio pago pelas ações do bloco de controle em transferências de controle ocorridas entre 1993-1996 chegou a 252,16% calculados sobre o valor de mercado das ações preferenciais. *Apud* CARVALHAL, André. A influência da estrutura de governança corporativa no valor..., op. cit., p. 85.

companhia negocie com ele mesmo, ou com partes a ele relacionadas, e, uma vez que tais negociações possam ser lucrativas o bastante, a aceitação de pagar um alto prêmio de controle estará justificada.⁴⁹

Quando o comprador acredita que, ao assumir a gestão da empresa, será capaz de implementar mudanças que resultem em maior lucratividade da mesma, está disposto a pagar prêmio que reflita tais perspectivas de resultados favoráveis futuros. Não pensamos que o poder de controle, como realidade econômica, deixará de ter valor próprio. É certo que o poder de controlar a companhia, que abrange a gestão de bens e negócios, o poder de decisão sobre as diretrizes de sua política empresarial, é um bem econômico, passível de ser valorado⁵⁰, exatamente pelas possibilidades de lucros futuros que a boa gestão da companhia pode proporcionar ao acionista controlador que se considere capacitado para realizar tais melhorias nos resultados da companhia. Mas, será que, somente no Brasil, existem tais oportunidades fantásticas de negócios possibilitando ao adquirente do controle da sociedade pagar prêmio, não raro superior a 200%, em relação ao preço da ação no mercado? Será que o novo acionista controlador encontrará aqui tantas oportunidades de melhorar a gestão da sociedade de modo a compensar todo o preço do prêmio de controle despendido? Essa hipótese de um prêmio de tamanha proporção vir a refletir as oportunidades de geração de resultados positivos futuros, ainda mais em era de globalização, com o acirramento da competitividade entre as empresas, quer nos parecer completamente insuficiente para explicar o porquê do pagamento de prêmios tão elevados, que não guardam a menor proporção com os prêmios praticados em mercados mais evoluídos - onde não existem tantas possibilidades de expropriação dos investidores.

A evidência empírica aponta na direção de que o adquirente de controle da companhia não esteja apenas antevendo a possibilidade de aumentar o valor da companhia (e o valor das ações que adquirirá) por intermédio de administração mais adequada dos negócios, mas, num ambiente em que a prática de extração de benefícios privados do controle é generalizada, também esteja vislumbrando a possibilidade de gozar de tais benefícios⁵¹, visando,

⁴⁹ *Corporate law*, op. cit., p. 495. Cabe esclarecer que a segunda razão dada por Clark está contida na definição de benefícios privados do controle que se utiliza no presente trabalho.

⁵⁰ O argumento é de COMPARATO, *O poder de controle na sociedade anônima*, op. cit., p. 248, citando lições de Ballantine. Segundo a Exposição de Motivos nº. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda a respeito da lei das sociedades por ações, os motivos para a regulação do compartilhamento do prêmio na alienação de controle são: “a) toda economia de mercado atribui valor econômico ao controle da companhia, independentemente do valor das ações que o asseguram; o valor das ações resulta dos direitos, que conferem, de participação nos lucros e no acervo líquido da companhia, enquanto que o de controle decorre do poder de determinar o destino da empresa, escolher seus administradores e definir suas políticas.”

⁵¹ KAHAN, Dan M. Social influence, social meaning, and deterrence. *Virginia Law Review*, vol. 83, p. 349, 1997, argumenta que a influência social contribui para a decisão individual sobre cometer ou não uma infração. A crença de uma pessoa sobre se outras que estão na mesma situação que ela cometerão infrações desempenha um papel crucial na decisão da pessoa de cumprir as regras jurídicas ou não. Se infratores potenciais observarem que as

para usar a expressão de Clark, “manter um relacionamento de não-acionista com a companhia”, que o leva a aceitar a pagar prêmio tão alto pelo controle.⁵² Ocorre que as preferências do comprador com “espírito empreendedor” (*bold entrepreneur*) e o com “espírito de aproveitador” (*looter*), conforme persigam as primeiras ou as segundas razões aludidas por Clark para adquirir o controle da companhia, serão diferentes em relação ao montante do capital total da companhia que desejam possuir. Veja-se a sempre elucidadora explicação de Clark:

“The bold entrepreneur has no reason, if he can get financing to do so, not to want to buy all of the company’s stock at the same premium price he is willing to pay for the controlling block. If he thinks that after getting control he can run the company so much more profitably that it will have a net increase in invest value of \$20 per share, and yet he can acquire stock by payment of only a \$14 per share premium over the market price, he will expect a profit of 6\$ per share for each and every additional share he buys at the \$14 premium, not just for the controlling shares. By hypothesis, the bold entrepreneur thinks he has found a true bargain, a risk-adjusted rate of return superior to that which he could get as a purely passive investor in the capital markets. One would therefore expect him to be eager to buy as much of this bargain as he could. On the other hand, the looter has exactly the opposite preference. He wants to buy the smallest amount of stock that will nevertheless enable him to gain control – say, 51 percent, or whatever amount the present controlling person owns and insists on selling to him. To the extent he buys more than this minimum amount, his later looting gains will come unnecessarily out of his own pocket.”⁵³

Por isso, a norma de *tag along*, ou princípio da igualdade de oportunidade, tal como o referido por Clark, tende a desencorajar o comprador “com espírito aproveitador” sem desencorajar o comprador com “espírito empreendedor”, pois este último, se vislumbrar possibilidade de aumentar o valor da companhia com técnicas administrativas mais eficientes, não deverá deixar de adquirir as ações minoritárias, pois elas também se valorizarão, posteriormente, com a boa administração da companhia.⁵⁴

Outro ponto é que a própria norma de *tag along*, no médio prazo, ao desencorajar compradores “com espírito aproveitador”, isto é, ao filtrar as operações de transferência de controle, selecionando somente aquelas em que o comprador se propõe a realizar

peças que cometeram atos ilícitos não são responsabilizadas, essa percepção social vai encorajá-los a cometer práticas ilícitas.

⁵² GILSON, Ronald J., GORDON, Jeffrey N., op. cit., p. 287, explicam que o adquirente pode estar pagando o valor dos fluxos futuros de benefícios privados do controle descontados a valor presente: “the controlling shareholder can extract the same value from control by selling it at a premium to the value of the non-controlling shares. The existence of an ongoing stream of private benefits increases the value of the controlling shares compared to the non-controlling shares by the present value of the future private benefits. A sale of control simply capitalizes the cash flow associated with private benefits of control.”

⁵³ CLARK, op. cit., p. 496.

⁵⁴ Após afastar as críticas que se fazem ao argumento pró igualdade de oportunidade dos acionistas minoritários, Clark, op. cit., p. 497-498 conclui favoravelmente pela adoção da norma de igual oportunidade.

melhoras administrativas, acaba contribuindo para a diminuição do prêmio de controle, baixando-o a padrões mais condizentes com o prêmio a ser pago por sua *causa natural*, e, assim, excluindo o montante pago em razão da possibilidade de extração de benefícios privados. Ao alinhar os interesses do controlador com os dos acionistas minoritários, pois o primeiro se verá obrigado a compartilhar o prêmio de controle com os outros acionistas, a norma de igual oportunidade *ex ante* também contribui para a diminuição dos benefícios privados do controle, já que o mercado avaliará o alinhamento de interesses de modo positivo, o que se refletirá no preço das ações não pertencentes ao bloco de controle. Portanto, a norma de *tag along* é eficiente a curto e a longo prazo, contribuindo para incentivar o desenvolvimento do mercado de capitais.

Além dos benefícios privados do controle extraídos da sociedade, a própria situação de alienação de controle (quando não existe a norma de *tag along* ou igual oportunidade aos outros acionistas) e as vantagens que dela podem decorrer incentivam o comportamento oportunista do acionista controlador, de modo a criar estratégias que possam diminuir o valor das ações no mercado. Explica-se: suponha-se uma sociedade em que o acionista controlador detenha apenas 1/3 das ações ordinárias e portanto, cerca de 17% do capital social total; suponha-se que um investidor esteja interessado em adquirir grande parte do capital total da sociedade, incluindo, portanto, ações minoritárias ordinárias e preferenciais. Nessa situação, o investidor estabelece um preço máximo que está disposto a pagar pelo bloco acionário de controle e pelas demais ações suficientes para compor o montante do capital social que deseja adquirir. Fica, então, evidente o desalinhamento entre os interesses do acionista controlador e dos demais acionistas não controladores, posto que, para o primeiro, quanto mais desvalorizadas estiverem as ações no mercado, maior será o preço que ele conseguirá negociar com o investidor pelo bloco de controle da companhia. Assim, o acionista controlador pode ser levado a realizar uma série de ações que visem a diminuir o valor das ações no mercado, por exemplo, divulgando más notícias e realizando manipulações contábeis que levem a crer que a situação da companhia é pior do que a real. Os acionistas não controladores, nessa situação, têm meios escassos para se defender. O acionista controlador, ao contrário, pode auferir um prêmio de controle vultoso com a dissipação do valor dos acionistas não controladores.

No que se refere à alienação de controle, o artigo 254-A dispõe que a transferência direta ou indireta de controle de uma companhia aberta pode somente ser efetuada com a condição de que o comprador aceite conduzir uma oferta pública para adquirir as ações votantes detidas pelos acionistas remanescentes.⁵⁵ O preço de oferta para essas ações deverá ser

⁵⁵ “Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.”

no mínimo de oitenta por cento (80%) do valor pago pelas ações votantes que constituem o bloco de controle.

Vale a pena ressaltar que anteriormente à mudança de 1997, a Lei 6.404 exigia a oferta obrigatória do mesmo preço pago pelo bloco de controle às ações votantes minoritárias. A nova disposição da Lei 10.303 garante apenas 80% do preço pago às ações do controle. A lei atual fornece menor proteção aos acionistas minoritários do que aquela que existia na vigência do antigo art. 254.

O estudo de Nenova confirmou que benefícios privados de controle aumentaram significativamente após a revogação dos *tag along rights* em 1997.⁵⁶

De acordo com Nenova, mudanças na proteção jurídica de acionistas minoritários afetam diretamente o valor do controle das companhias abertas brasileiras. Analisando mudanças jurídicas no Brasil, a autora conclui que o valor do controle cresceu mais de duas vezes após a edição da Lei 9.457/97, que enfraqueceu a proteção de acionistas minoritários. No começo de 1999, houve um movimento contrário devido à nova mudança jurídica, com a edição da Instrução 299/99 da Comissão de Valores Mobiliários. Tal instrução devolveu alguma proteção aos acionistas minoritários. Como resultado, os valores de controle caíram significativamente de acordo com padrões anteriores à mudança de 1997.⁵⁷ A evidência empírica sugere que a legislação impacta a quantidade de benefícios privados de controle, e, quando o direito é mais protetor para com os acionistas minoritários, a disparidade entre o valor pago por ações minoritárias e o pago por ações de controle diminui.

Uma crítica feita por Black é que a oferta de aquisição não é mandatória aos acionistas preferencialistas, deixando de ter o requerimento de oferta a sua mais desejável aplicação, já que as ações preferenciais compõem a maior parte do capital das maiores companhias.⁵⁸ Como discutido acima, controladores podem optar por assegurar *tag along rights* para ações preferenciais como uma alternativa de compensação. Entretanto, essa é apenas uma alternativa dentre três possibilidades abertas pela lei e é improvável que os acionistas controladores optem por ela.

De acordo com um artigo publicado no jornal Estado de São Paulo, o Professor Lopez-de-Silanes, em sua recente visita ao Brasil, teria questionado a vantagem da imposição de *tag along rights* pela reforma. Ele supostamente argumentou que o *tag along* de 80% seria muito

⁵⁶ Tatiana Nenova, *Control values and changes in Corporate Law in Brazil*, 2001.EFMA 2002 London Meetings, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064

⁵⁷ *Id*

⁵⁸ BLACK, Bernard S. Strengthening Brazil's securities markets. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 120, p. 41, out./dez. 2000.

oneroso para o comprador potencial, o que poderia impedir vendas de controle.⁵⁹ Existe, de fato, um *trade off* entre adotar *tag along rights* ou não. É necessário, entretanto, analisar qual regra (deixar o mercado livre para adotar ou não *tag along rights*, ou seja a “market rule” ou imposição legislativa de *tag along rights*, a denominada “mandatory rule”) cria melhores incentivos na maioria dos casos. Num ambiente em que o potencial para confisco do valor dos minoritários é alto, os benefícios esperados da imposição de *tag along rights* suplanta os custos que estes poderiam impor em alienações eficientes de controle. A “market rule” provou-se ineficiente no caso brasileiro.⁶⁰ Portanto, *tag along rights* são indispensáveis nesse contexto para que se proteja o valor das ações dos acionistas minoritários. Uma nova reforma deveria, portanto, restabelecer *tag along rights* de 100%, porque *tag along rights* de 80% ainda permitem possibilidade de considerável expropriação e incentivam os benefícios privados de controle a permanecer num patamar alto não desejável.

O Direito deve reconhecer a realidade brasileira de elevados benefícios privados do controle, posto que a legislação atual, reformada pela Lei nº. 10.303/01, apresenta avanço na matéria com relação à lei anterior (9.457/97), ao restabelecer o *tag along*, porém, a nosso ver, o avanço é ainda insuficiente, posto que parou nos 80%, quando deveria ter chegado aos 100%. Assim, seria de todo desejável que numa futura reforma o legislador estabeleça a regra de igual oportunidade (*tag along de 100%*) quando da venda do controle societário.

III.2.1 A escolha é dos minoritários ou do adquirente do controle?

Inovou a Lei nº 10.303/01 ao introduzir no art. 254-A o § 4º: “O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.”

Tal dispositivo permite ao comprador do controle oferecer aos acionistas minoritários a *opção* de manter suas ações em troca do pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e a quantia paga pelas ações que compõem o bloco de controle. Existe discussão corrente sobre como esse dispositivo legal deveria ser interpretado em relação à disposição do art. 254-A *caput*.

⁵⁹ Daniela Milanese, *Governança Brasileira está em primeiro na AL*. ESTADO DE SÃO PAULO, 11 de Novembro, 2002.

⁶⁰ Nenova, nota 56 acima.

Alguns estudiosos argumentam que o comprador do controle deve fazer oferta pública para adquirir as ações minoritárias pagando 80% do preço oferecido ao bloco de controle. Adicionalmente, o comprador poderia oferecer a alternativa para os acionistas minoritários de manter suas ações e receber a diferença entre o valor de suas ações e o preço pago pelas ações do controle. Note-se que, de acordo com essa visão, cabe aos acionistas minoritários escolher qual alternativa preferem se o comprador do controle decidir oferecer a segunda alternativa, isto é, a do pagamento do prêmio. Se o comprador decidir não oferecer a segunda alternativa, de qualquer forma, ele é obrigado a realizar a oferta pública mencionada.⁶¹ Para efeito de nossa análise, denominamos esta interpretação “escolha do acionista minoritário”.

Outra interpretação defendida é a de que o comprador do controle poderia escolher se procederá com a oferta pública para adquirir as ações minoritárias **ou** se pagará o prêmio para os acionistas minoritários manterem suas ações. De acordo com essa interpretação, o comprador do controle é quem faz a escolha, e não os acionistas minoritários. Se o comprador do controle decidir pagar o prêmio para os acionistas minoritários, eles não terão outra opção a não ser aceitá-lo e permanecer como acionistas da companhia (ou vender suas ações no mercado a preço evidentemente diluído). De acordo com esta hipótese, a oferta pública para aquisição das ações minoritárias não é obrigatória, mas depende da escolha do comprador.⁶² Denominamos esta interpretação “escolha do comprador”.⁶³

Não é difícil perceber que a interpretação “escolha do acionista minoritário” é a mais apropriada. Formalmente, a “escolha do comprador” subverte a hierarquia entre o art. 254-A e o seu § 4º, dando força independente ao parágrafo, tal como se ele fosse o *caput*. Formalmente, o art. 254-A é claro ao prever que o adquirente deverá **se obrigar** “a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia.” O § 4º tem hierarquia inferior e não pode ser interpretado sem se levar em conta a disposição do *caput*. O § 4º possibilita nova alternativa para que os compradores ofereçam aos acionistas minoritários a *opção* de manter as suas ações e receber o prêmio, cabendo aos minoritários *aceitar ou não a opção* que lhes é oferecida.

Convém agora analisar os incentivos que cada uma dessas interpretações cria. Para isso, temos que supor o que as partes teriam contratado *ex ante*, se tivessem tido a

⁶¹ Tal interpretação é encampada por CARVALHOSA e EIZIRIK, *A nova lei das S.A.*, op. cit.

⁶² Tal interpretação é defendida por CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Reforma da lei das S.A. comentada*. Rio de Janeiro, São Paulo: Renovar, 2002, p. 248.

⁶³ Note-se que em ambas as interpretações o comprador de fato escolhe se oferecerá a possibilidade de pagamento apenas do prêmio. Entretanto, de acordo com a interpretação “escolha do acionista minoritário” os acionistas minoritários escolhem se aceitarão ou não a oferta do comprador. De acordo com a interpretação “escolha do comprador”, uma vez que o comprador tenha escolhido pagar o prêmio, acionistas minoritários terão que manter suas ações e receber o prêmio, não podendo optar entre aceitar ou não a proposta.

possibilidade de escolher uma regra que maximizasse o valor total da negociação para ambas as partes. Na interpretação “escolha do acionista minoritário”, os acionistas poderão escolher se querem manter ou vender suas ações. Para fazer essa escolha, eles vão avaliar as propostas do comprador. Se os acionistas confiarem no comprador, e considerarem que a venda do controle será eficiente, aumentando o valor de suas ações, eles as manterão e receberão o prêmio. Se não confiarem no comprador e considerarem que não ganharão no futuro, eles preferirão vender suas ações. Tal circunstância cria um incentivo extra para os potenciais compradores revelarem informações com relação aos seus planos. Se o comprador convencer os acionistas minoritários que administrará a companhia melhor, os acionistas manterão suas ações e o comprador poupará dinheiro na compra do controle. Suponha agora que o comprador possa decidir pagar o prêmio, sem que os minoritários tenham escolha de vender suas ações ao comprador. Os acionistas minoritários não poderão mais avaliar o comprador. O comprador não terá incentivos para revelar seus planos e administrar a sociedade mais eficientemente. Ao contrário, uma vez que os acionistas terão que manter suas ações e receber o prêmio, o comprador terá mais incentivos para expropriar o valor dos minoritários posteriormente para recuperar a quantia do prêmio que pagou aos acionistas.

Feita essa análise, “a escolha do acionista minoritário” configura-se como melhor alternativa que as partes teriam aceitado contratar *ex ante* para induzir a maximização do resultado para *ambas as partes*. A “escolha do comprador”, ao inverso, cria incentivos perversos para o comprador deixar os acionistas minoritários em situação pior, o que não é um resultado ótimo. Além disso, a “escolha do comprador” reforçaria a cultura do controlador de expropriar valor dos acionistas minoritários. Obviamente, as partes não concordariam *ex ante* em contratar uma regra que deixaria apenas uma parte melhor, a partir da expropriação da oportunidade de ganho da outra parte. Por isso, a interpretação “escolha do comprador” não é eficiente.

Tal norma introduzida no § 4º do art. 254-A é eficiente na medida em que possibilita que o comprador pague apenas o valor do prêmio, o que desonerará a venda do controle, se for capaz de convencer os acionistas minoritários da sua competência para administrar a companhia, beneficiando todas as partes envolvidas na alienação de controle.

Portanto, a análise dos incentivos que as diferentes interpretações jurídicas ensejam nos leva a defender a interpretação denominada “escolha do minoritário” como sendo a mais eficiente para o desenvolvimento do mercado.

III.3. Conselho fiscal

A redação original da Lei das SA., referindo-se ao conselho fiscal como órgão colegiado, pressupunha a sua atuação a partir da deliberação tomada pela maioria dos votos de seus membros. Não se pode deixar de observar que essa competência colegial do conselho fiscal acabava por enfraquecer a efetividade do papel fiscalizador desempenhado pelo órgão, pois já que a maioria dos conselheiros é eleita pelo acionista controlador, difícil é acreditar que o conselho fiscal seria independente o bastante para fiscalizar com isenção a gestão da empresa realizada também por membros eleitos pelo mesmo acionista controlador, ainda mais se levarmos em conta o ambiente sócio-cultural brasileiro.

Detectando a contradição existente entre os objetivos do conselho fiscal e a sua composição e estrutura, Waldirio Bulgarelli assim se manifesta:

“Um elemento perturbador desse quadro aparentemente harmônico parece advir da alardeada óptica de proteção da minoria, plantada através do funcionamento não obrigatório do órgão e de sua instalação por iniciativa da minoria. Revela-se aqui a primeira das contas de um verdadeiro rosário de complicadores que virão a seguir, pois o legislador atribuiu a iniciativa ao minoritário; deu-lhe também o direito de participar no órgão; entretanto, conferiu ao controlador a maioria no Conselho e silenciou sobre a organização e funcionamento internos do órgão. (...). Certamente desperta perplexidade a concessão da maioria preestabelecida ao controlador perante a tendência confessada pelo legislador de proteção à minoria.”⁶⁴

A competência individual dos conselheiros significa dar mais independência aos conselheiros eleitos por acionistas ordinaristas minoritários e preferencialistas para que estes possam tomar postura mais ativa na fiscalização da companhia. Assim, a fiscalização dos atos e deveres legais e estatutários dos administradores, bem como a denúncia de erros, fraudes e crimes aos demais órgãos da sociedade passarão a ser realizadas por um conselheiro, individualmente, independentemente da aprovação colegiada do órgão.

Em que pese o modesto avanço quanto aos poderes individuais dos membros do conselho, cabe lembrar que mudanças estruturais que viessem a alterar a distribuição de poderes no órgão fiscalizador foram barradas durante o processo legislativo que resultou na edição da Lei 10.303/01.⁶⁵

⁶⁴ *Regime jurídico do conselho fiscal das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 63–64.

⁶⁵ Na medida em que permanece a competência *colegiada* do conselho fiscal no que concerne às atribuições do art. 163 II, III, V, VI, VII, VIII, § 5º, § 8º, ousamos apresentar dúvidas quanto à real atividade fiscalizadora do órgão

Propostas como o funcionamento permanente do conselho fiscal nas companhias abertas, e a eleição da maioria dos membros do conselho por acionistas minoritários preferencialistas e ordinaristas que representassem em conjunto 5% ou mais das ações com direito de voto foram descartadas.

O presidente em exercício vetou o § 5º do art. 161 que disciplinava a composição do conselho fiscal por três membros, um eleito por acionistas minoritários ordinaristas e preferencialistas conjuntamente; outro eleito pelo acionista controlador; e o terceiro eleito em comum acordo por acionistas minoritários (preferencialistas e ordinaristas) e controladores, após a pressão de acionistas controladores.⁶⁶

As razões do veto presidencial foram as seguintes: “O § 5º, ora proposto, contraria o espírito da lei, uma vez que estabelece uma norma discrepante desta legislação que somente ações com direito a voto podem exercê-lo para a eleição dos órgãos da companhia. A única exceção à norma contida no inciso I desse § 5º, a proposta é uma interferência indevida da lei na iniciativa dos acionistas. Caso a companhia entenda que as eleições devam seguir o procedimento proposto no projeto, basta que os estatutos reflitam esse procedimento. A proposta cria a possibilidade da ditadura da minoria e o exercício de pressões ilegítimas por parte de quem sobrepõe seus interesses particulares aos da companhia, o que contraria o espírito do moderno direito empresarial.”

Tal visão é completamente equivocada sobre o que seja o espírito do moderno direito empresarial. Com efeito a forma de composição do conselho no artigo proposto servia a refletir no conselho fiscal a estrutura existente quanto à propriedade de ações da companhia. Todos os acionistas seriam representados: tanto o controlador, quanto os ordinaristas minoritários, quanto os preferencialistas, composição que nos parece muito apropriada para alinhar os interesses da gestão e incentivar o comportamento de cooperação.

O conselho fiscal poderia exercer importante papel na minimização de conflitos de agência entre acionistas majoritários e acionistas minoritários, contribuindo para o abrandamento de um dos principais problemas da estrutura organizacional da sociedade anônima aberta. Isso requereria uma mudança na composição do conselho fiscal, exatamente como a proposta pelo § 5º vetado.

devido à contradição já apontada por Bulgarelli, nota supra. A nosso ver, seria necessária uma mudança na composição do órgão, como passamos a discorrer em seguida.

⁶⁶ Segundo CARVALHOSA, Modesto, EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Editora Saraiva, 2002, p. 335: “A nova redação dada ao §5º do art. 161 foi vetada pelo Presidente da República em exercício, após forte pressão dos controladores de companhias abertas, que temiam que o conselho fiscal passasse a ser controlado por acionistas minoritários.”

É verdade que quaisquer conselheiros, incidindo a norma desvinculatória do art. 154 § 1º, deverão cumprir os seus deveres em prol da companhia como um todo, o que implicaria num desligamento total das suas origens.⁶⁷ No entanto, convém não abraçarmos sem críticas essa visão um tanto quanto idealista preconizada pela norma. A realidade nos mostra que não raro os conselheiros tendem a servir os interesses daqueles que representam em graus variáveis.⁶⁸ Logicamente a conduta de um conselheiro de modo a beneficiar somente os seus eleitores deveria ensejar a responsabilização dos conselheiros pelos danos causados para a companhia, o que muitas vezes na prática acaba não ocorrendo, seja devido às dificuldades de prova, ou à incipiência do cumprimento das leis no Brasil. Portanto, consideramos que regra mais salutar seria inverter a lógica da lei, possibilitando aos minoritários comporem a maioria dos membros do conselho, e, então, redobrando a atenção, a fim de que a regra do art. 154 § 1º seja observada, de modo que os conselheiros eleitos pelos minoritários venham a perseguir o interesse geral dos acionistas como um todo, demonstrando independência com relação aos que os elegeram.

Já se argumentou que a predominância dos minoritários no conselho fiscal emperraria a gestão da empresa, insinuando que estes acionistas acabariam por contestar todas as ações dos administradores da empresa, tornando a sua gestão problemática e ineficiente. Consideramos que tal conclusão decorre da percepção subjetiva predominante existente (de acordo com a óptica do controlador brasileiro), a qual enxerga o minoritário como antagonista e não como sócio que pode efetivamente contribuir para a gestão da sociedade.

Nesse ponto vale a pena lembrar a teoria do contrato plurilateral de Ascarelli. A teoria contratual societária de Ascarelli explica que, no contrato de sociedade, as partes terão interesses *coincidentes* e *não contrapostos*, como o querem alguns.⁶⁹ Os interesses dos

⁶⁷ Id., *ibid.*

⁶⁸ V. a percepção acurada de BULGARELLI, *Regime jurídico do conselho fiscal das S/A*, op. cit., p. 67: “A previsão legal é de que estes [membros do conselho fiscal] independem daqueles que deram causa à sua constituição efetiva e à eleição de seus membros (cf.art. 165, e §1º do art. 154); ora, se tudo isso é certo, é inegável também que aqui há um *choque* entre o objetivo legal e a realidade das coisas, com o componente psicológico que carrega, pois tem sido difícil obter essa independência tanto da parte dos eleitos pela maioria como pela minoria, persistindo ainda, de ambas as partes, uma tendência a se considerarem representantes de suas forças eletivas. (...). A toda evidência, a *práxis* societária das companhias, assim encarada, não absorveu em profundidade o conteúdo da regra do art. 165, sobretudo em sua referência ao §1º do art. 154.”

⁶⁹ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 256. A tradicional doutrina dos contratos leva em conta a hipótese de somente duas partes, que detêm interesses antagônicos. Cada parte pode ser composta por mais de uma pessoa, sujeito de direito, como por exemplo no caso de diferentes vendedores que se agrupam para constituir um pólo de interesses subjetivos, ou uma parte. Essa visão da relação de oposição já está superada tal como oportunamente explicou SZTAJN, Rachel. *Ensaio sobre a natureza da empresa. Organização contemporânea da atividade*, op. cit. notadamente para os casos de contratos de execução continuada. Nos contratos plurilaterais, tal como explicou Ascarelli, podem participar mais de duas partes, o que justamente põe em relevo a característica de interesses *coincidentes* e *não contrapostos*. Além disso, como disse Ascarelli, *Problemas...id.*, *ibid.*, p. 268: “Cada parte, pois, tem obrigações, não para com “uma”outra, mas para com “todas” as outras; adquire direitos não para com “uma”outra, mas para com “todas”as outras.” s Ascarelli, *id.*, *ibid.*,

acionistas como um todo devem almejar o crescimento e a eficiência da empresa a fim de se obter o escopo para o qual ela foi constituída, qual seja, a obtenção de lucros. A comunhão de escopo é a característica essencial que se refere ao desenvolvimento da atividade ulterior a que o contrato é destinado. O escopo perfaz-se no elemento “unificador” das várias adesões, sendo por isso juridicamente relevante. Desse modo, consideramos anacrônica e parcial a opinião de alguns, tal como o esposado na justificativa do veto presidencial, que vêem na possibilidade da maioria minoritária no conselho uma oportunidade de expropriação e de uso da companhia em proveito dos interesses particulares da minoria. Ora tal argumento poderia ser utilizado, da mesma forma, para condenar a predominância dos conselheiros fiscais eleitos pelo acionista controlador. Por que razões permitir o uso da companhia para perseguir os interesses do acionista controlador, que na maioria dos casos nem possui a maioria do capital social investido na empresa?

O espírito do moderno direito empresarial, ao contrário do defendido pelo veto, é justamente o de se enxergar a empresa como um jogo (da teoria dos jogos) cooperativo onde acionistas majoritários e minoritários se coordenam para buscar a maximização da riqueza geral da sociedade, em benefício dos acionistas como um todo.⁷⁰

Assim, não vemos por que razão os minoritários que eventualmente fossem a maioria do conselho de administração viriam a tomar uma atitude antagonista ao desenvolvimento da empresa, emperrando a gestão dos negócios, uma vez que, sendo agentes econômicos racionais e maximizadores (*self-interested*), chegariam à conclusão de que tal comportamento só serviria para diminuir o retorno do seu próprio investimento.

Em conclusão, consideramos que a composição do conselho fiscal pela maioria de conselheiros eleitos por minoritários poderia contribuir para a eficiência da empresa, e para minimizar conflitos de agência, na medida em que, apenas por saber que a ação do acionista

p. 258, não deixa, entretanto, de notar que as partes do contrato de sociedade apresentam por vezes interesses antagônicos, tal como, por exemplo, no tocante à avaliação das contribuições de cada parte na constituição da sociedade ou na distribuição dos cargos administrativos. SZTAJN, id., *ibid.*, p. 122, estabelece paralelo entre o contrato de sociedade e os jogos de cooperação, argumentando que, mesmo durante conflitos, a estratégia racional deverá levar à cooperação. É clara, portanto, a importância do elemento *cooperação* para a consecução dos fins das partes no contrato de sociedade.

⁷⁰ AOKI, Masahiko. *The co-operative game theory of the firm*. Oxford: Clarendon Press, 1986, p. 186, discute que para que uma parte não tire proveito da outra, devem existir órgãos fiscalizadores na sociedade: “Still another way of controlling management would be to institute a corporate organ whose function is to act as watchdog, or to supervise, management so that it is accountable for its stewardship and corporatist task. The function of supervision would include hearing reports from management regarding the business and affairs of the firm, evaluating the performances of management, checking the accounts of the corporation, and, finally, reporting any wrongdoing by management to an appropriate organ.” O conselho fiscal pode se enquadrar, sem dúvidas, como esse órgão de que Aoki trata. Aoki, id., *ibid.*, coloca que a efetividade de tal órgão não será possível a não ser que seus membros sejam competentes e totalmente *independentes* dos demais administradores.

majoritário poderia ser contestada pelo minoritário, o primeiro passaria a tomar mais cuidado e desempenharia sua gestão com mais transparência, evitando práticas suspeitas de expropriação do investimento dos minoritários. A ameaça potencial da fiscalização dos minoritários poderia contribuir para uma gestão mais eficiente, já que o majoritário procuraria evitar “custos” perdidos numa investigação do conselho fiscal, o que o incentivaria a ter comportamento mais colaborativo. De resto, como diz a teoria econômica, se os minoritários detêm direito ao lucro “residual” (são *residual claimants*) da companhia, têm o interesse em monitorar o comportamento do majoritário de forma a maximizar o retorno do seu investimento, maximizando os lucros da empresa como um todo.⁷¹

É claro que o papel dos conselheiros fiscais se restringe à fiscalização dos atos da administração, de forma que é totalmente inconcebível que venham a contestar as decisões da administração sobre a condução dos negócios da sociedade. A tomada de decisão sobre as estratégias negociais da sociedade não cabe ao conselho fiscal. O conselho fiscal, nos dizeres do art. 163 III, deverá apenas opinar sobre as propostas dos órgãos administrativos, sendo que a sua opinião serve para fornecer mais substrato para a análise dos acionistas, sem, portanto, ter nenhum poder sobre a condução dos negócios sociais. O conselho deve fornecer informação aos acionistas, não possuindo competência para julgar o mérito das decisões empresariais.

Assim, nunca é demais salientar, tal como o fez o § 2º do art. 163, que os esclarecimentos que os conselheiros poderão solicitar dos administradores dizem respeito à sua função fiscalizadora. Além disso, a introdução do § 1º do art. 165 torna claro que o exercício da função fiscal deve ser feito em prol do interesse da companhia, de forma que não vemos qualquer razão para aquele veto do § 5º do art. 161.

Art. 165. Os membros do conselho fiscal têm os mesmos deveres dos administradores de que tratam os arts. 153 a 156 e respondem pelos danos resultantes de omissão no cumprimento de seus deveres e de atos praticados com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto.

“Caput” com redação dada pela Lei nº. 10.303, de 30.10. 2001.

§ 1o Os membros do conselho fiscal deverão exercer suas funções no exclusivo interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o exercício da função com o fim de causar dano à companhia, ou aos seus acionistas ou administradores, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia, seus acionistas ou administradores.

§ 1º com redação dada pela Lei nº. 10.303, de 30.10. 2001.

⁷¹ ALCHIAN, Armen A. DEMSETZ, Harold. Production, information costs and economic organization. *American Economic Review*, vol. 62, n. 5, p. 777-795, Dec. 1972

Outro ponto refere-se à instalação do órgão. Não há dúvidas de que a necessidade de se chamar a instalação do conselho fiscal a cada exercício aumenta os custos de transação para o seu funcionamento. No estágio em que se encontram as companhias abertas brasileiras, quando paira ainda de maneira exacerbada a desconfiança sobre ações tomadas pelos administradores em razão de seu vínculo com os acionistas majoritários, consideramos que seria adequada a disciplina do funcionamento do conselho fiscal de modo permanente, o que, infelizmente, não foi acatado pela lei, numa próxima reforma.

IV. Conclusão

O desenvolvimento de mecanismos alternativos que possam financiar a produção das empresas nacionais é uma necessidade premente, primordialmente quando lembramos a carência de mecanismos de financiamento existente para as empresas nacionais.

O mercado de capitais nacional aparece, nesse íterim, ao menos teoricamente, como alternativa viável ao financiamento das empresas nacionais. Ora, sabe-se que o mercado de capitais pode ser fator chave para o desenvolvimento econômico na medida em que interliga motivações diferenciadas dos agentes econômicos, operando intermediação financeira entre poupadores e empreendedores, de modo a direcionar a aplicação da poupança popular para satisfazer as necessidades de recursos para a produção. O mercado de capitais possibilita a participação ativa do poupador nos riscos e resultados da atividade produtiva, democratizando a participação nos lucros gerados pelo crescimento e fortalecimento das empresas.

Entretanto para que o mercado de capitais se desenvolva como mecanismo de financiamento de parcela da produção empresarial, é necessária a existência de um aparato regulatório protetor do direito de acionistas minoritários, tal como já salientado por vasta literatura empírica sobre o assunto.⁷² Por isso, o papel do Direito é fundamental para incentivar o desenvolvimento do mercado, de modo a estabelecer a proteção de investidores na legislação societária.

Esse estudo buscou discutir como mudanças na lei das sociedades anônimas podem contribuir para o incremento do mercado de capitais, a partir de seu impacto sobre os incentivos dos agentes econômicos. Da análise efetuada dos dados empíricos relativos à estrutura de capital e governança das sociedades abertas brasileiras, chamou-se a atenção para a concentração entre propriedade e controle no Brasil (possibilitada por meio da emissão de ações

⁷² Ver nota 5 acima.

preferenciais não votantes), e para a natureza específica do problema de agência encontrado entre acionistas controladores e acionistas não controladores. O trabalho apontou a necessidade de se considerar os *altos benefícios privados do controle*, conceito já largamente difundido e desenvolvido em estudos interdisciplinares para a análise dos problemas societários na doutrina internacional, mas que está sendo praticamente ignorado nos estudos jurídicos pátrios. O ponto fundamental que as normas das relações societárias e sua conseqüente interpretações jurídicas deve visar é a diminuição dos custos de agência e dos benefícios privados do controle, que se encontram em níveis elevadíssimos na prática empresarial.

Assim, com vistas ao alcance desse objetivo, propomos mudanças com relação a normas que regulam direitos fundamentais dos investidores: o direito de voto, o direito de participação em igualdade de condições na venda do controle societário, e o direito de fiscalização dos negócios societários por meio de voz no conselho fiscal.

Consideramos que as mudanças aqui discutidas podem contribuir para o desenvolvimento do mercado, ainda que a longo prazo. Caberá ao legislador das próximas reformas pensar sobre tais proposições, já que uma oportunidade foi perdida com a edição da Lei 10.303/01. Nesse sentido, cabe lembrar o provérbio: antes tarde do que nunca.