

# Dez anos de vigência da Lei das Sociedades Anônimas

ARNOLDO WALD

Advogado no Rio de Janeiro. Professor  
catedrático de Direito Civil da  
Universidade do Estado do  
Rio de Janeiro

Em dezembro do corrente ano a Lei das Sociedades Anônimas festejará o seu décimo aniversário, tendo representado um importante instrumento de transformação da economia do nosso País e um catalisador da institucionalização de um capitalismo equilibrado, que pretendeu ser popular e moralista. Trata-se de uma lei elaborada, com boa técnica, por mestres do nosso direito comercial, com grande vivência prática, como o são o Professor Alfredo Lamy Filho e o Dr. José Luiz Bulhões Pedreira. O novo diploma pretendeu estimular uma economia de mercado, dominada pela iniciativa privada e concebida, no II PND, com a finalidade de fortalecer a empresa nacional, substituindo o financiamento a juros altos por um capital de risco nacional e adequadamente remunerado.

A abertura do capital foi concebida como um elemento de formação de grandes conglomerados, que obteriam maior produtividade, com menores custos, e se caracterizariam pela existência de uma estrutura financeira sólida. A lei societária deveria ser, na concepção dos seus autores, a roupagem jurídica para essa nova economia, sustentada, em grande parte, pelas grandes empresas nas quais o controle seria nacional, contando o acionista privado com a colaboração do Estado e, eventualmente, do capital estrangeiro. Na época, o tripé (empresa nacional, empresa estrangeira e estatal) foi considerado como uma solução adequada e satisfatória para assegurar o desenvolvimento da nossa economia.

Em dez anos, mudou completamente a nossa economia que acabou de ser revigorada com a reforma monetária. Modificou-se basicamente a política nacional. O endividamento interno e externo preocupa o País e a própria política dos conglomerados não é mais considerada como constituindo, necessariamente, a salvação nacional.

Na realidade, o contexto no qual a Lei das S.A. foi elaborada mudou substancialmente, e as próprias premissas econômicas, financeiras, sociais e tributárias, que a justificaram ou já não existiam na época ou, em parte, desapareceram com o decurso do tempo.

De qualquer modo, trata-se de uma lei fecunda e pedagógica, que deu nova dimensão ao mercado acionário no Brasil, moralizou as bolsas e as negociações de ações em geral e abriu novas perspectivas ao regime capitalista, abandonando o clima da selva em que se desenvolvia, para reconhecer a presença do Xerife, representado pela Comissão de Valores Mobiliários, pelo Poder Judiciário e pela própria opinião pública.

Conceitos novos, que existiam subliminarmente na consciência jurídica, passaram a ter uma definição adequada e o País reconheceu os direitos dos minoritários, a responsabilidade do controlador e a existência dos grupos societários, passando a adotar técnicas novas, como a oferta pública de ações e a cisão, além de instrumentos anteriormente não previstos pela legislação como as ações escriturais, as várias espécies de debêntures etc...

Não há dúvida que a conquista básica da nova lei foi a democratização da sociedade anônima e pode até parecer estranho que essa democratização tenha ocorrido numa fase de ditadura política. Talvez o legislador, antes de restabelecer a liberdade da sociedade civil, tenha querido consagrar o regime democrático na sociedade anônima.

Quando se examinam os resultados da lei societária num prazo de dez anos, verifica-se, inicialmente, a sua importância prática, pois, retomando a frase de um banqueiro alemão, cabe dizer que é em virtude da lei que o acionista minoritário deixou de ser um tolo e um arrogante. Um tolo quando entrega o seu dinheiro à empresa, comprando as ações, e um arrogante quando ainda pretende receber os seus dividendos. A consagração do direito ao dividendo é, no fundo, a linha mestra da nova legislação, sem prejuízo de outras proteções asseguradas, sob as formas as mais diversas, aos acionistas minoritários.

Quando se examina a jurisprudência tanto administrativa, quanto judiciária, que se construiu num decênio em torno da lei societária, não deixa de haver um certo sentimento de frustração. No tocante à CVM, encontramos um conjunto sistemático de normas e um grande número de decisões em inquéritos administrativos, que representam uma importante contribuição moralizadora ao direito societário, mas,

por outro lado, vimos, recentemente, posta em discussão a própria competência da autarquia e a validade da delegação que lhe foi atribuída. No campo das decisões judiciais, ainda não há posições consolidadas e, ao contrário, multiplicam-se as polêmicas e as divergências, mesmo em relação a pontos nos quais o legislador e os órgãos regulamentadores pretenderam ser os mais claros e inequívocos.

Pergunta-se, pois, se não é o momento de rever a legislação societária, mantendo as suas grandes linhas, mas fazendo os acertos necessários e indispensáveis, especialmente numa lei que pretendeu ser, em grande parte, didática e programática, virada para o futuro e confiante na interpretação construtiva das suas inovações.

Em primeiro lugar, parece que se justificaria uma sistematização da nossa lei em matéria societária, abrangendo não somente as sociedades anônimas, mas todas as demais e, em particular, aquelas que mais se aproximam das sociedades por ações, como, por exemplo, a sociedade por quotas de responsabilidade limitada, em relação à qual foi recentemente nomeada uma comissão para preparar um anteprojeto de nova lei. Efetivamente, existem princípios e normas gerais em relação a todas as sociedades comerciais, que não devem circunscrever a sua incidência às sociedades anônimas. Ao contrário, as normas gerais sobre transformação, incorporação, fusão e cisão, subsidiárias e coligadas, consórcios e grupos de sociedades devem ser aplicadas a todos os tipos de sociedades. A simples referência à aplicação analógica das normas referentes a um tipo de sociedade em relação às demais nem sempre constitui a solução mais adequada, podendo ensejar dúvidas e conflitos de interpretação.

Por outro lado, existem áreas de superposição, nas quais a sociedade por quotas de responsabilidade limitada, quando muito sofisticada, tendo a sua Assembléia Geral, sua diretoria e seus conselhos, se aproxima da sociedade anônima fechada utilizada pelo grupo familiar. A própria sociedade em nome coletivo pode ser modernizada e composta por pessoas jurídicas, como já se admite na prática e na melhor doutrina, aproximando-se de uma figura não muito distante de um consórcio com solidariedade entre os consorciados.

Assim, a existência de leis distintas para tratar de cada tipo societário ou de algumas leis especiais que deveriam vigorar ao lado do evidentemente obsoleto Código Comercial de 1850 ou de um novo Código Civil abrangente de toda a matéria obrigacional de direito privado (tanto no campo civil, como empresarial) não nos parece a melhor solução. Talvez coubesse pensar num verdadeiro Código das Sociedades, como existe na Argentina e na França e está sendo elaborado em Portugal. Neste Código, com uma parte geral e uma parte especial, reencontraríamos todas as sociedades e inclusive, eventualmente, a própria sociedade unipessoal, que acaba de ser consagrada na legislação francesa e que, no Brasil, já encontrou numerosos defensores na doutrina.

Neste Código, a atual lei das sociedades por ações poderia ocupar o seu devido lugar, aproveitando-se em grande parte as suas normas gerais para também serem aplicadas aos demais tipos de sociedades.

No debate em relação à revisão da atual lei societária, a própria CVM já suscitou várias questões, que merecem ser reexaminadas, entre as quais a regulamentação das empresas estatais, da política de dividendos, dos casos de recesso e das modalidades de realização do reembolso, da regulamentação da responsabilidade dos administradores e do **insider trading**, da alienação do controle — especialmente nas empresas financeiras e outras que têm ativos intangíveis — da tributação de dividendos etc...

É evidente que cada um desses temas mereceria não apenas um estudo, mas um seminário específico, e sabemos que a CVM está organizando pesquisas e estudos em torno desses assuntos para a reformulação das normas de mercado em relação aos mencionados assuntos.

Tendo menos a finalidade de resolver os problemas do que de simplesmente suscitar as questões para discussão, faremos, rapidamente, um levantamento de alguns pontos polêmicos que merecem uma análise em profundidade, a fim de evitar distorções, que puderem surgir, em virtude da aplicação da lei societária a casos concretos, que foram apresentados no campo administrativo ou judicial.

A primeira questão se refere à própria conceituação da companhia aberta, quando abrange aquelas cujas ações não são negociadas em Bolsa e que são caracterizadas como abertas pelo simples fato de terem emitido debêntures mesmo quando não são conversíveis. A pergunta que nos parece cabível, no caso, é a seguinte: por que considerar aberta uma empresa que tem dois acionistas e cujas ações não são e nunca foram negociadas em Bolsa, pelo simples fato de ter emitido debêntures em vez de ter levantado dinheiro em Banco, sob qualquer outra forma?

Mesmo que se admitisse que a emissão das debêntures pudesse justificar uma situação jurídica diferente da existente para a sociedade fechada, não seria descabido aplicar, no caso, todo o sistema de proteção ao minoritário, numa sociedade que, do ponto de vista econômico, é fechada e não aberta?

Outra questão é a referente à interpretação dos arts. 254 e 255, que tratam da alienação de controle e do direito que a lei assegura aos minoritários de pagamento de valor igual ao pago ao majoritário. Diante da relativa falta de clareza do texto legislativo e da posterior regulamentação pela Resolução nº 401, indaga-se se a oferta deve ser ou não dirigida aos acionistas preferenciais. Temos sustentado que, tanto na sociedade comercial como na sociedade política, a noção de minoritário se opõe à de majoritário, só podendo ser minoritário o

acionista com direito de voto, tanto mais que nenhuma norma de isonomia existe entre acionistas titulares de ações de tipos diferentes cotados em Bolsa por valores distintos. Assim sendo, a oferta dever-se-ia cingir aos titulares de ações ordinárias. Neste sentido, já existem várias decisões do Tribunal Federal de Recursos e do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro, havendo um acórdão em sentido contrário do Tribunal de São Paulo. Posição intermediária foi defendida em acórdão da Primeira Câmara do TJRJ, no qual se entendeu que o acionista preferencial não tinha direito a ser beneficiário da oferta pública, mas que, se em seguida viesse a ocorrer incorporação, o valor do recesso para o acionista preferencial não deveria ser o valor patrimonial contábil, mas o valor real do patrimônio da empresa, abrangendo o valor dos intangíveis, dividido pelo número de ações. A doutrina não é mansa e pacífica na matéria, e vários autores evoluíram ou involuíram, nas suas afirmações, tendo a questão ensejado numerosos processos, que estão sendo discutidos nos Tribunais e na área administrativa, tanto do Banco Central, como da CVM.

No caso de alienação de controle de instituições financeiras, do qual trata o art. 255, há, inclusive, interpretações divergentes quanto às competências exclusiva ou simultânea do Banco Central e da CVM, tendo a questão sido discutida em vários mandados de segurança.

O próprio alcance das decisões da CVM e do Banco Central e as suas responsabilidades pelas orientações adotadas têm sido discutidas em Juízo. Assim, cabendo, nos termos do art. 255, ao Banco Central “zelar para que seja assegurado tratamento eqüitativo aos acionistas minoritários”, cabe indagar até que ponto poderá ser responsabilizado o adquirente do controle que fez a oferta pública, nos moldes fixados pela autarquia. No caso de incorporação de uma instituição financeira por outra, o Banco Central aprova o conjunto das operações (art. 255, § 2º), abrangendo a oferta pública e a incorporação. Em tais hipóteses, o eventual responsável pela lesão de direito do acionista minoritário deve ser o adquirente do controle ou a autarquia federal? Já houve decisão, na Justiça Federal do Rio de Janeiro, excluindo a responsabilidade da CVM, num caso de ação de minoritário, que não se conformou com o preço oferecido no edital aprovado pela CVM, mas a ação tinha peculiaridades, pois o autor do processo tinha dado quitação ao comprador. Em outras situações, discutiu-se se a autarquia devia ser ou não litisconsorte necessário em qualquer ação sobre a matéria. Alguns juízes fizeram a distinção entre as ações anulatórias da oferta pública ou da incorporação, nas quais se discutia tanto o ato comercial como o ato administrativo, e as ações de perdas e danos, que poderiam ser movidas, tão-somente, contra o adquirente do controle. São questões que deram ensejo a vários mandados de segurança, nos quais a Justiça considerou que haveria litisconsórcio passivo necessário entre a autoridade e o comprador das ações.

A modalidade de cálculo do preço da oferta tem sido estudada especialmente nos casos de venda indireta de controle, mediante cessão de quotas ou ações da **holding**, que pode ter outros bens além das ações da sociedade de capital aberto, e uma análise em profundidade desta matéria foi publicada na Revista da CVM.

Outra questão polêmica é a referente à fixação do preço de emissão, de acordo com os parâmetros do art. 170, que são as cotações das ações no mercado, o valor do patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade. Em recente julgamento, o Tribunal de Justiça de São Paulo fez prevalecer o valor patrimonial, mesmo quando o valor da cotação das ações em Bolsa era inferior ao fixado na emissão. No caso, a emissão fora feita ao preço de Cr\$ 1,00, sendo a cotação em Bolsa de Cr\$ 0,70 e o valor patrimonial de Cr\$ 3,26. A fim de evitar a diluição do capital, o julgado paulista não permitiu que o aumento fosse feito por preço superior ao vigente na Bolsa. Não há dúvida que a matéria é polêmica e justifica uma reformulação do texto para dar maior segurança às partes.

No tocante ao recesso, o art. 45 da lei determina que o reembolso se faça de acordo com o valor de patrimônio líquido contábil. Ocorre que, muitas vezes, o patrimônio líquido contábil não corresponde ao valor real da sociedade, seja pelo fato de nele não constarem bens intangíveis, seja em virtude da depreciação de determinados móveis ou imóveis. Discute-se, então, se o patrimônio líquido, que deve servir de base ao reembolso deve ser o contábil ou o real. Tanto a letra da lei, como o seu espírito, nos levam a atender ao valor de balanço (atualizado quando decorridos mais de sessenta dias). Há, todavia, uma tendência doutrinária em sentido inverso.

Os problemas de **quorum** qualificados, especialmente nas decisões do Conselho de Administração, também têm justificado divergências doutrinárias. A própria situação do membro do Conselho de Administração, como administrador, é, na realidade, discutível, por ser o Conselho uma espécie de mini-asmbléia, sem função administrativa, que exerce as funções de eleger os diretores e de fixar a política geral da empresa.

Problemas de maior complexidade abrangem a regulamentação dos grupos societários e das eventuais responsabilidades da **holding** pela sua subsidiária e a própria definição da nacionalidade da empresa.

Quanto aos grupos societários, os autores do anteprojeto de Lei das S.A. reconheceram que a regulamentação das coligadas e controladas e dos próprios grupos de sociedades tinha sido feita "em forma de tentativa a ser corrigida pelas necessidades que a prática vier a evidenciar". Na realidade, os grupos societários não chegaram a ser efetivamente criados e as raras tentativas acabaram ensejando o recuo dos

empresários, que não queriam aceitar, para as suas empresas, uma verdadeira camisa de força, sem maiores vantagens. A jurisprudência é parca na matéria e a história do direito societário retrata alguns casos de ameaça de recesso e uma polêmica no tocante à utilização da denominação das empresas como pertencentes a um grupo de sociedades.

Alguns processos importantes conscientizaram, todavia, tanto os empresários, como as autoridades e o próprio Banco Central, no tocante à necessidade de um tratamento equitativo nas relações entre coligadas ou entre **holding** e controlada, especialmente quando diferentes as composições acionárias. No direito obrigacional em geral e no direito falimentar, a teoria da desconsideração tem dado uma nova dimensão aos grupos de fato e talvez fosse o caso de compatibilizar adequadamente, nesta matéria, a legislação existente nos diversos ramos do direito comercial.

O problema da nacionalidade da empresa exige a redefinição do estatuto do capital estrangeiro. No particular, o próprio legislador de 1976 preferiu manter a legislação anterior, só aludindo, de passagem, à necessidade de controle por empresa brasileira no caso de grupos societários (art. 269 e parágrafo único).

Outro ponto importante a ser reexaminado é o regime das sociedades de economia mista, desde a sua própria conceituação, que atualmente não é mais a mesma para fins de direito comercial e de direito administrativo, até o problema crucial dos eventuais conflitos de interesses entre o controlador e os acionistas minoritários. O sentido exato do art. 238 não deixou de criar dúvidas no espírito dos advogados e da administração. O mencionado artigo considera a pessoa jurídica de direito público que controla a sociedade sujeita às regras de responsabilidade dos arts. 116 e 117, mas admite a prevalência do interesse público. Não está claro qual a solução adotada quando o interesse público enseja um comportamento da sociedade que causa prejuízos aos minoritários. Dever-se-á entender que, em tal caso, o minoritário deve sofrer o prejuízo como risco inerente à sua condição de acionista de sociedade mista? Ou seria mais justo fazer prevalecer o interesse público e admitir o ressarcimento pelo controlador dos danos causados aos minoritários?

A questão não é meramente acadêmica, e quando consideramos a importância que a negociação de ações das sociedades mistas e de suas subsidiárias representa no mercado, verifica-se que se trata de um problema essencial para evitar futuros conflitos e dar segurança aos interessados.

É também preciso verificar se o novo estatuto das empresas estatais, do qual se cogita há longo tempo, mas que pode atualmente vir a ser elaborado, não entrará em conflito com a legislação societária,

devendo ser lembrado que, de acordo com o princípio constitucional, as empresas mistas se submetem ao direito das obrigações — e, conseqüentemente, ao direito societário — do mesmo modo que as demais sociedades comerciais.

O problema da transparência do balanço também justifica um reexame da regulamentação vigente que se impõe no momento em que voltamos ao clima da estabilidade monetária.

Lembrava TULLIO ASCARELLI, em artigo publicado na Revista italiana de direito processual, que a industrialização da sociedade modifica a função do advogado que assume um papel consultivo e preventivo, em vez de exercer funções forenses e de caráter repressivo. E concluía: evolui-se assim do advogado forense ao advogado-engenheiro.

É o advogado-engenheiro que deve estruturar o novo mundo econômico, conciliando as legítimas preocupações de eficiência e produtividade que preocupam economistas e administradores com a prevalência da moral e da equidade, pois é o advogado que submete a economia aos princípios morais e a escala de valores dominante em nossa sociedade.

Cabe, pois, um momento de reflexão para, num debate público, obter um consenso quanto ao aprimoramento da nossa legislação societária, tendo em vista tanto as necessidades de desenvolvimento do país como o legítimo equilíbrio entre os interesses em conflito.

Durante longo tempo, a sociedade anônima brasileira assemelhou-se à nossa família patriarcal, foi uma sociedade autoritária na qual os eventuais conflitos nem chegavam ao Poder Judiciário, pois eram resolvidos pelo *paterfamilias*.

A abertura da sociedade anônima e o novo contexto legislativo ensejaram um revigoramento do capital nacional e uma posição *equilibrada nos conflitos entre o controlador e os minoritários, com garantias e válvulas de segurança de ambos os lados*.

Talvez tenha havido algumas distorções, em virtude das quais, num determinado momento, o número de sociedades abertas foi diminuindo e um contencioso relativamente amplo foi sendo desenvolvido, criando uma relativa insegurança que é nociva ao mercado de capitais.

Trata-se, agora, de aproveitar as experiências e de aperfeiçoar o sistema, restabelecendo a ordem e a segurança jurídica, evitando que a democracia societária possa evoluir para a anarquia e o caos. Esta função construtiva há de ser exercida pelos juizes, membros do Ministério Público e advogados em colaboração com as instituições do mercado que fazem frutificar, na vida cotidiana, as idéias surgidas nos laboratórios e nas bibliotecas, até que o legislador possa dar a sua nova contribuição.