



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ – PUCPR

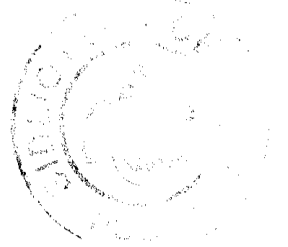
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E SOCIAIS

CURSO DE MESTRADO EM DIREITO ECONÔMICO E SOCIAL

AÇÕES PREFERENCIAIS: PODER X RISCO

CURITIBA

AGOSTO – 2003



SANDRO MANSUR GIBRAN

AÇÕES PREFERENCIAIS: PODER X RISCO

Dissertação apresentada à conclusão do Curso de Mestrado em Direito Econômico e Social da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, no ano de 2003, sob orientação da Professora Doutora Marcia Carla Pereira Ribeiro.

CURITIBA

AGOSTO – 2003

“A liberdade de iniciativa econômica precisa se acompanhar da certeza do lucro admitido como fruto e retribuição pelo benefício social produzido pela empresa.”

Marcia Carla Pereira Ribeiro, 1999

RESUMO

Este estudo analisa a estrutura da sociedade anônima pelos dispositivos da Lei nº 6404/76, com as alterações e acréscimos da Lei nº 10303/01, questionando a finalidade das ações preferenciais, que por certo viabilizam o enriquecimento da empresa, mas podem comprometer, em contrapartida, a efetividade da almejada Ordem Econômica, consoante disposto no artigo 170 da Constituição Federal. Mediante uma retrospectiva das ações preferenciais e cotejando a companhia sob as concepções de “desenvolvimento” e “ordem” em face do contexto político e econômico da coletividade, das previsões legais e eficácia, da finalidade de lucro e suas implicações, evidencia-se a supremacia do interesse privado na constituição da sociedade anônima aberta brasileira e é possível verificar os entraves legais à efetividade de sua função social. Por fim, como possível solução para realização desta função social sem prejudicar a existência e o crescimento da empresa, o presente trabalho sugere seja concedido maior poder fiscalizatório à Comissão de Valores Mobiliários, a fim de que ela não se limite ao controle do mercado de ações, mas também verifique as atividades internas da companhia, tutelando para que a orientação dada a ela pelos acionistas controladores não prejudique os direitos daqueles minoritários, estimulando, por consequência, a capitalização da empresa, pois seu poder significaria segurança aos investidores. Assim, a finalidade de lucro do acionista controlador, exercida por meio do administrador, somada ao poder fiscalizatório da Comissão de Valores Mobiliários, garantiria o fortalecimento da sociedade anônima e evitaria os atos abusivos, contrários à Ordem Econômica.

Palavras-chave: COMPANHIA – AÇÕES PREFERENCIAIS – CONTROLE – MINORITÁRIOS – FUNÇÃO SOCIAL – FINALIDADE – ORDEM ECONÔMICA – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ABSTRACT

The subject of this study is the structure of limited liability companies under the provisions of Law # 6404/76, including the alterations and additions made by Law # 10303/01, questioning the finality of preference shares, which while certainly increasing companies' wealth, can be detrimental to achieving the desired effective Economic Order, in accordance with the Federal Constitution, article 170. By means of looking back at the history of preference shares and comparing the institution of the company in the light of concepts of "development" and "order", within the overall political and economic context, as well as that of legal provisions and effectiveness, the purpose of profit and its implications, the supremacy of private interest in setting up Brazilian limited liability companies becomes evident, thus explaining the legal obstacles to the effectiveness of their social role. As a possible solution to the fulfillment of a company's social function, without detriment to the company's existence and development, this research recommends that greater powers of inspection be given to the *Comissão de Valores Mobiliários (CVM)* (Securities Commission) so that it does not restrict itself only to the control of the share market but also verifies the company's internal activities, taking care to ensure that advice given to it by the majority shareholder is not harmful to the minority shareholders, encouraging as a consequence the capitalization of the company, since with this power the CVM's actions would signify safety to investors. As such, the controlling shareholder's interest in profits, taken care of by the company administrator, when added to the power of inspection of the CVM, would ensure the strengthening of the limited liability company and would avoid abusive acts against Economic Order.

Key-words: COMPANY – PREFERENCE SHARES – CONTROL – MINORITY SHAREHOLDERS – SOCIAL FUNCTION – PURPOSE – ECONOMIC ORDER – SECURITIES COMMISSION

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	01
1 NATUREZA JURÍDICA DA SOCIEDADE ANÔNIMA.....	10
2 AS AÇÕES PREFERENCIAIS.....	18
3 OS VALORES MOBILIÁRIOS DA SOCIEDADE MERCANTIL.....	29
4 O MERCADO DE CAPITAIS.....	37
5 O CONTROLE ACIONÁRIO.....	51
6 O DESVIO DE FUNÇÃO E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR.....	61
7 A SUPREMACIA DA MACROEMPRESA.....	68
8 A HEGEMONIA DA MACROEMPRESA.....	75
9 A ATIVIDADE ECONÔMICA DO ESTADO EMPRESÁRIO.....	83
CONCLUSÃO.....	94
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	102

INTRODUÇÃO

A realidade da globalização, da privatização, da desestatização e da transferência de poderes e recursos do âmbito público para o privado traduz o fim da longa trajetória do Estado paternalista, que deixa de ser onipotente e onipresente na atividade econômica para se transformar num gerenciador da atividade empresarial.

Esta descentralização do Ente Público, tema freqüentemente veiculado nos meios de comunicação social ao menos nos últimos 15 (quinze) anos em face das tantas privatizações, foi possibilitada, no Brasil, com a promulgação da Constituição Federal de 1988 e intensificada como solução paliativa à escassez de recursos financeiros, também para controle da inflação e do *deficit* público.¹

O Projeto de Reconstrução Nacional do início da década de 90, fundamentado nos valores sociais do trabalho e da *livre iniciativa*², garantias do Estado Democrático de Direito brasileiro, suprimiu a reserva de mercado e possibilitou a importação e fabricação interna de equipamentos e programas por meio de empresas transnacionais, exigindo, em contrapartida, a redefinição dos monopólios da União, o fim da discriminação constitucional ao capital estrangeiro, a desregulamentação dos serviços portuários, a revisão das normas de

¹ Para Marcia Carla Pereira RIBEIRO, as privatizações teriam sua justificativa na “definição ideológica do próprio Estado, buscando a revisão de seu papel”, “porque o sistema político é incompatível com a criação e manutenção de empresas”; também “como fruto do reconhecimento da inaptidão estatal na condução de empreendimentos econômicos, efeito da insistente permanência de resultados contábeis e sociais negativos”; e, finalmente, “na necessidade de redução da dívida pública e de desoneração do capital público quanto aos investimentos nas empresas estatais, permitindo ao Estado injeção de recursos na infra-estrutura básica e em atenção às necessidades sociais diretas, como educação, habitação e saúde, conduzindo ao enxugamento da máquina estatal, condição para que possam ser atendidas” (**Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 1999. p. 158/159).

² Consoante art. 1º, V, da Constituição Federal.

propriedade industrial, de concessões e das sociedades por ações etc., com o fito, dentre outros, de atrair investimentos internacionais ao país.

Na concepção das autoridades governamentais de então, a abertura de mercado, as privatizações e a desregulamentação eram medidas indispensáveis à economia nacional; haja vista que a aceleração do progresso técnico em nível global reduzia vantagens comparativas tradicionais brasileiras, tais como mão-de-obra barata e abundância de recursos naturais, produzindo substanciais alterações nas concepções de organização da produção.

Coerente com estas premissas, a recente história econômica nacional atestou uma ruptura de modelo de desenvolvimento. A tônica da substituição de importações pela produção doméstica, induzida pelo fechamento da economia e pela intromissão manipuladora e protecionista do *Príncipe*, foi profundamente reorientada a partir da Constituição Federal de 1988, com substancial alteração do papel desempenhado pelo Estado no processo de desenvolvimento, deixando de ser o seu protagonista para avocar a função de agente formulador de diretrizes e regulador da atividade econômica.

Esta mudança de paradigma veio a contribuir para a evolução natural de antigas concepções de Direito Público e Direito Privado, tal como tratada e defendida pelo Professor Fábio Konder COMPARATO.³ O processo de descentralização do Estado significa, sem dúvida, verdadeira revolução nos conceitos culturais, científicos e econômicos.

³ Ao referir-se ao art. 160 já da Constituição Federal de 1967/69, que tratava da Ordem Econômica, esclarecia o autor que o destinatário desta norma não era exclusivamente o Estado, no caso, brasileiro. Destacava que tal artigo não “se tratava de simples regras de observação, mas de verdadeiras normas de conduta. Sua observância impõe-se a todos, órgãos do Poder Público ou pessoas de direito privado. Especificamente no tocante ao art. 160 da Constituição brasileira e a outros dispositivos fundamentais da ordem econômica e social do País, obrigadas ao seu cumprimento são, evidentemente, as empresas, como principais agentes da vida econômica.”

“Encarado o sistema econômico nacional em sua globalidade, aliás, seria absurdo considerar a atividade empresarial como matéria de exclusivo interesse privado. Haverá, ainda, quem sustente, seriamente, que a produção e distribuição organizada de bens, ou a prestação de serviços, seja assunto submetido à soberania individual? A criação e o funcionamento das empresas, pelo fato de não apresentar, formalmente, um caráter político, hão de ser confinados em globo nos estreitos

O comércio internacional da exportação de produtos acabados ou de matéria-prima, exercido durante o modelo de Estado intervencionista, possibilitava ao Ente Público o domínio de suas respectivas economias, tendo em vista que ele detinha pleno controle das fontes de produção.⁴ Este *status* garantia ao Poder Público controle sobre a ordem e o progresso.

Apesar da superveniência do Liberalismo econômico, manteve-se, felizmente, o necessário controle do Estado com relação a algumas atividades empresariais que não podem ser encetadas sem que preceda a autorização do Poder Público, tendo em vista a relevância no que tange ao interesse nacional (social ou político). É o caso das instituições financeiras, dos agentes do mercado de capitais, das sociedades seguradoras, das empresas armamentistas, jornalísticas ou de rádio-telecomunicação.⁵

A verdade é que, não obstante o poder decisório do Estado sobre a iniciativa destas atividades específicas, a macroempresa possui, hoje, total liberdade em setores estratégicos e de tecnologia avançada: o implemento dos derivados de petróleo, a indústria pesada, os produtos químicos e farmacêuticos, o mercado da informática – são as instituições privadas quem detêm a ciência, as marcas e as patentes ligadas ao exercício da atividade empresarial.

E, se não pela detenção do conhecimento técnico, esta dependência vem pela organização do trabalho assalariado, pelos bens e serviços de consumo que garantem a subsistência

limites do direito privado?" (**Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 7).

⁴ O comércio internacional estava amparado na exploração dos territórios, para fins de exportação de matérias-primas, sobretudo aos países europeus. Destarte, as atividades econômicas centravam-se, sobretudo, no fornecimento de pedras, metais preciosos, madeira, especiarias e, principalmente, no comércio de escravos, então *produtos* de controle e explorados pelo Estado (EIZIRIK, Nelson. **O liberalismo econômico e a criação das disciplinas de direito comercial e economia política**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 35, p. 29-48, jul/set. 1979).

⁵ Consoante art. 21 da Constituição Federal.

humana, sem contar que a maior parte das receitas fiscais que sustentam a máquina administrativa dos próprios Estados soberanos são provenientes diretamente da atividade privada.

Em análise sumária desta realidade, depreende-se, com toda segurança, que aquelas funções antes desempenhadas pelo Estado são hoje de responsabilidade da empresa, com maior evidência na atividade das grandes instituições privadas. É a macroempresa quem potencialmente pode viabilizar a ordem econômica⁶, o progresso tecnológico e por mais antagônico que possa parecer, é ela também quem, ao menos indiretamente, promove o bem público.

Enquanto o Estado perde parte de sua potencialidade, seja em virtude da falta de meios financeiros, seja pela criação de grupos regionais como o Mercosul⁷, a NAFTA⁸ e a

⁶ Consoante art. 170 da Constituição Federal: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

- I – soberania nacional;
- II – propriedade privada;
- III – função social da propriedade;
- IV – livre concorrência;
- V – defesa do consumidor;
- VI – defesa do meio ambiente;
- VII – redução das desigualdades regionais e sociais;
- VIII – busca do pleno emprego;
- IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único – É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

⁷ Entenda-se por Mercosul o Mercado Comum do Sul, tendo por membros a Argentina, o Brasil, o Paraguai e o Uruguai, e associados a Bolívia e o Chile. Sua constituição se deu pela assinatura do Tratado de Assunção em 26/03/1991 (CAMARGO, Antônio Carlos. **Comunicaciones empresariales s/a**. http://www.listasmercotur.com.br/btmercotur_p/outros10_p.htm [15 jul. 2003]).

⁸ Entenda-se por NAFTA o Acordo de Livre Comércio da América do Norte, tendo por membros o Canadá, os Estados Unidos e o México, constituído em 17/12/1992. (CAMARGO, Antônio Carlos. **Comunicaciones empresariales s/a**. http://www.listasmercotur.com.br/btmercotur_p/outros11_p.htm [15 jul. 2003]).

Comunidade Econômica Européia⁹, seja ainda pela descentralização administrativa e pela maior autonomia dada às regiões ou às várias unidades que compõem a federação, a empresa se fortalece e se expande.¹⁰

A partir da atual concepção da empresa como “*estrutura hegemônica*”, porque hodiernamente tem funções peculiares que eram antes exclusivamente de Direito Público, imune a qualquer intervenção diante do Liberalismo econômico, agora se valendo do processo de integração para consolidar sua extraordinária “*vitória ideológica, política e econômica por meio da expansão de sua influência e ação em todo mundo*”¹¹, é mister redimensionar sua finalidade e poderes, a fim de assegurar que seu privilegiadíssimo *status* frente ao - pelo menos - aparente declínio da concepção de Estado soberano não comprometa ainda mais a função social que a ela é inerente.

Pelo que se depreende da Lei nº 6404 de 15 de dezembro de 1976 que dispõe sobre as sociedades por ações, duas são as espécies de sociedades anônimas, com contornos, estruturas, finalidades e estilos perfeitamente distintos. Há, portanto, a companhia aberta e a companhia fechada, também conhecida esta última como sociedade anônima de família.¹²

⁹ São membros da Comunidade Econômica Européia: Alemanha, Áustria, Bélgica, Dinamarca, Espanha, Finlândia, França, Grécia, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo, Portugal, Reino Unido e Suécia. Sua constituição se deu pela assinatura do Tratado de Roma, em 1957 (CAMARGO, Antônio Carlos. **Comunicaciones empresariales s/a**. http://www.listasmercotur.com.br/btmercotur_p/outros13_p.htm [15 jul. 2003]).

¹⁰ “... A criação de grandes espaços econômicos como a Comunidade Econômica Européia e a NAFTA vem estimulando no mundo inteiro, como potentes catalisadores, a formação de grandes empresas ou grupos de empresas. E esse movimento já atinge o Brasil, que vai dando passos em direção à viabilização do Mercosul. Confiados nisso, alguns empresários nacionais já iniciaram a aquisição de empresas em outros países, notadamente do Chile e da Argentina. Paralelamente, a economia brasileira, malgrado suas muitas vicissitudes, vai crescendo. E também por isso as empresas se multiplicam e os fenômenos de concentração de sociedades tendem a multiplicar-se...” (PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 16).

¹¹ GUIMARÃES, Samuel Pinheiro. **Quinhentos anos de periferia**. Porto Alegre/Rio de Janeiro: Editora da Universidade/UFRGS, 1999, p. 29.

¹² Consoante art. 4º da Lei nº 6404/76.

Observando a constituição da companhia brasileira, pode a sociedade anônima repousar toda sua organização, funcionamento e desenvolvimento no interesse *fechado* (pessoal) de um grupo de acionistas. Este tipo societário, nestas condições, com seu personalismo evidente, pouco difere daquelas denominadas sociedades de pessoas.

Outras, porém, são constituídas sem atenção à pessoa dos acionistas; sob esta forma societária se desenvolve a macroempresa, agente econômico, dotada de considerável parcela de poder: poder sobre outros participantes do mercado de bens e serviços, poder sobre a estabilidade de mercados e poder sobre os próprios rumos do controle oficial da economia.

Ocorre que esta macroempresa depende necessariamente de investimento para sua existência e crescimento, e é cediço que esta capitalização da companhia se dá, dentre outros mecanismos, pela aquisição de ações que conferem aos seus detentores, àqueles que investem suas riquezas na sociedade anônima, poderes e/ou vantagens na direção, gestão e eventuais dividendos a serem distribuídos.

A posição de sócio de uma sociedade comercial compreende, como direitos essenciais, o de participar dos lucros e do acervo líquido social.¹³ Para estes tipos societários, a exceção daqueles por ações, tais direitos são definidos para cada sócio, assim nomeado e identificado no contrato social, com percentagem ou fração do total do capital social, ou por valor de referência da quota de cada um. Já, nas sociedades por ações, os direitos são organizados no estatuto social, em conjuntos padronizados incorporados em valores mobiliários, quais sejam, as ações, que caracterizam a posição do sócio na companhia, sem qualquer identificação de seus subscritores ou adquirentes.

¹³ Consoante art. 109 da Lei nº 6404/76.

O exercício de voto é o núcleo do poder na sociedade anônima¹⁴ e possibilita a emanção da vontade do acionista, na medida em que configura atributo das ações, ainda que de caráter não essencial.

A noção de controle societário refere-se necessariamente à capacidade de deliberar na assembléia geral, a qual, nos termos do art. 121 da Lei nº 6404/76, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento. Assim, a fonte do poder social repousa na assembléia geral dos acionistas: quem domina a assembléia geral tem o poder sobre a sociedade anônima.¹⁵

Ante a iminente necessidade de se dar mais direitos aos acionistas que não participam do controle das sociedades anônimas, foi editada a Lei nº 10.303/01 inovando inclusive quanto ao disposto às ações preferenciais (com ou sem direito a voto) e às ações ordinárias (ou comuns).

Muito embora apresentada como possível solução para minimizar o poder tendencioso do acionista controlador, a “nova Lei das S/A”, que pretende a maior dispersão do capital social em ações, pelas mãos de inumeráveis acionistas, pode afastar a figura daquele empresário gestor, realmente preocupado na direção e funcionamento de sua propriedade empresa, diretamente interessado no alto risco de seus investimentos, assim como o acionista renteiro, dada a insegurança econômica brasileira.

Desde sua criação, no início do século XX, as ações preferenciais viabilizam a arrecadação de recursos que permitiram e permitem o fortalecimento e crescimento das

¹⁴ Consoante art. 110 da Lei nº 6404/76.

¹⁵ Consoante art. 116 da Lei nº 6404/76.

empresas privadas, garantindo, em contrapartida, a prioridade na distribuição dos dividendos ainda que não haja participação dos investidores na gestão da sociedade.

Se não pelo poder, pela propriedade, pela real intenção de lucro, qual é o interesse em gerir e/ou investir em uma sociedade anônima? Qual seria a consequência da liberdade do mercado de capitais, no jogo das Bolsas de Valores?

E ao que parece, as minorias acionárias, que tanta preocupação causam ao Direito moderno, apresentam-se, sobretudo, como problema, na terceira posição, isto é, na classe dos acionistas rendeiros, ao passo que a *maioria* se situa na classe dos acionistas realmente empresários, os grandes investidores, cuja preocupação é deter o controle da sociedade para determinar a ela a política de produção e de circulação de riqueza.

É certo que a sociedade anônima, apesar da estrutura oligárquica, assegura o poder de gestão à obtenção de lucro, vantagem que, diga-se de passagem, é de interesse dos acionistas, sem excluir aqueles preferenciais.

A deterioração da hegemonia do acionista controlador pela pulverização compulsória do capital entre vários acionistas não necessariamente empresários, mas com especiais prerrogativas junto à administração da empresa, pode comprometer a necessária escolha do melhor profissional gestor, daquele mais habilitado a trazer à companhia os resultados mais profícuos e, por consequência, aumenta consideravelmente o risco do investimento ou da aplicação de riquezas na sociedade anônima, resultando em desestímulo à aquisição de ações preferenciais.

Precisa-se, portanto, mediante estudo aprofundado, encontrar soluções que assegurem o desenvolvimento da sociedade por ações, isto é, sua capitalização, sem prejudicar o pequeno investidor, o acionista minoritário, garantindo que a macroempresa realize sua função econômica-social. Deste modo, tomando-se por base a natureza da sociedade anônima,

pretende-se evidenciar a responsabilidade do Estado pela sua manutenção, porque fonte de inúmeros benefícios à coletividade e à oportunidade de investimento popular, por meio de ações preferenciais, debêntures e bônus de subscrição¹⁶, fatores relevantes para o desenvolvimento econômico pautado no art. 170 da Constituição Federal, se coibidas as práticas abusivas em mercado.

¹⁶ Sociedades mercantis

1 NATUREZA JURÍDICA DA SOCIEDADE ANÔNIMA

Em que pese já há muito questionar-se sobre a natureza jurídica da sociedade anônima, se impera o *contratualismo* italiano ou a teoria *institucionalista* alemã, a discussão ganha especial relevância se o tema em foco é a crise econômica e financeira da empresa privada como instrumento de realização de função social.¹⁷

Deste modo, quando a sociedade anônima passa por dificuldades em virtude da sucessão do acionista controlador ou pela incompatibilidade ou improbidade deste para com a administração, ou pelo enfraquecimento do mercado de capitais, a definição do regime jurídico da companhia é determinante à responsabilidade e envolvimento do Estado na manutenção da atividade empresarial.

A organização estrutural da sociedade anônima se desenvolveu a partir dos séculos XIX e XX, quando surgiram normas para melhor disciplinarem as relações entre os sócios e a circulação dos títulos emitidos, com o fito de tutelar os interesses de terceiros que mantivessem relações comerciais com a empresa, com especial destaque aos credores e investidores no mercado.

As regras imperativas abordavam diversos aspectos da constituição e do funcionamento das companhias, incompatíveis com o que se concebia, doutrinariamente, por contrato, ou seja, a situação de controle do Estado conflitava com a noção de acordo como ajustamento de duas manifestações de vontade, que passam a ter o mesmo objeto, formando-se por fusão de

¹⁷ Entendendo-se, aqui, função social como interesse público, ou seja, não obstante “a afirmação legal do escopo lucrativo” da empresa, deve esta finalidade de lucro “ceder o passo aos interesses comunitários e nacionais, em qualquer hipótese de conflito”. “A liberdade individual de iniciativa empresária não torna absoluto o direito ao lucro, colocando-o acima do cumprimento dos grandes deveres de ordem econômica e social, igualmente expressos na Constituição” (COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 301).

interesses, consentimentos ou concordâncias.¹⁸ Estas peculiaridades justificavam a opinião daqueles doutrinadores contrários à natureza contratual da sociedade anônima.

É mister esclarecer, no entanto, que o conceito acima transcrito havia sido firmado a partir da noção de negociações bilaterais que organizavam sistemas sociais de troca, em regra com poucos sujeitos e de curta duração. Este entendimento pode ser compatível à realidade das sociedades de pessoas com pequeno número de sócios, nas quais o processo de formação de consenso é semelhante à noção mais simplista de contrato. Já para a constituição das sociedades por ações, quando a manifestação de vontade dos sócios não converge necessária e absolutamente para um mesmo fim, a definição de contrato bilateral se mostra inapropriada e insuficiente.

Diante desta incompatibilidade conceitual surgem as primeiras objeções à natureza contratual da companhia, certo que a partir de observação superficial dos atos constitutivos da sociedade por ações: no fim do século XIX alguns estudiosos alemães classificaram a criação da sociedade anônima como ato complexo ou coletivo, conceito estabelecido como de Direito Público, que representa o conjunto de declarações de vontades originárias de sujeitos que têm o mesmo interesse, ou seja, os desejos são paralelos e não convergem nem confluem como acontece em um contrato tradicional. GIERKE sustentou que a constituição da sociedade é ato unilateral coletivo de natureza especial (de fundação), pois seus sócios dão origem a novo sujeito de direito.¹⁹

¹⁸ DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. São Paulo: Saraiva, 1993. v. 1, p. 5.

¹⁹ “Descrever a teoria de GIERKE como uma teoria da pessoa jurídica não é totalmente correto. Na verdade, para ele a pessoa jurídica tem pouca importância. Mais relevante é a realidade que está à base desse instituto jurídico. É por isso que a principal característica destacada na teoria de GIERKE é o retorno da concepção do fenômeno associativo como “realidade social”. O mérito de sua teoria está menos na coerência dogmática e mais no fato de ter chamado atenção para o perfil interno das associações. Muitos dos aspectos levantados são ainda hoje elementos centrais da teoria societária” (SALOMÃO FILHO, Calixto. **A sociedade unipessoal**. São Paulo: Malheiros, 1995, p. 21).

As críticas à classificação da sociedade anônima como resultado da manifestação de vontade dos subscritores foram, todavia, diminuindo à medida que, no século passado, se difundiram as modalidades de contratos de massa (que se repetem em grande quantidade, ou compreendem grande número de partes), nos quais é impraticável o processo de formação de consenso mediante ofertas e contra-ofertas e fusão de vontades: a viabilidade desses acordos requer conteúdo prefixado unilateralmente por uma das partes e aceitação do interessado ou interessados. Trata-se de contrato de adesão que, apesar de ser diverso daquele bilateral, muito se assemelha ao observado na constituição da companhia, mediante subscrição pública.²⁰

A massificação da sociedade política refletiu seus efeitos na teoria dos contratos, implicando sensível enfraquecimento do império da vontade individual. Com o aumento da frequência das relações (inerente à economia de massas), torna-se extremamente difícil e inseguro basear a força da relação contratual na averiguação da vontade de cada indivíduo, para cada negociação. Assim, opta-se por configuração muito mais seriada e impessoal dos contratos, em substituição ao apego à individualidade e relevância da vontade que, caracteriza a clássica teoria obrigacional.

²⁰ Fernando NORONHA expressivamente considera a massificação, em todos os sentidos, a síntese das transformações operadas a partir da Revolução Industrial: "A grande resultante de tais fenômenos foi a massificação da sociedade. Realmente, se existe uma palavra que possa sintetizar tudo o que aconteceu, e ainda esclarecer o sentido de tão profundas transformações havidas, tanto políticas como jurídicas, inclusive no âmbito que aqui interessa, que são os contratos, tal palavra é a massificação: massificação das cidades, transformadas em gigantescas colméias; nas fábricas, com a produção em série; nas comunicações, com os jornais, o rádio e a televisão; nas relações de trabalho, com as convenções coletivas; na responsabilidade civil, com a obrigação de indenizar imposta a pessoas componentes de grupos, por atos de membro não identificado (o que é verdadeiro caso de responsabilidade coletiva); no processo civil, com as ações coletivas, visando à tutela de interesses difusos e coletivos (cf. Lei nº 7347/85, art. 1º, e Código de Defesa do Consumidor, arts. 81, 91 e 103); nas relações de consumo, finalmente, com os contratos padronizados e de adesão e até as convenções coletivas de consumo, previstas no Código de Defesa do Consumidor (art. 107)!" (**O direito dos contratos e seus princípios fundamentais: autonomia privada, boa-fé, justiça contratual**. São Paulo: Saraiva, 1994, p. 71).

A nova concepção de contrato, do surgimento das associações, é compatível com a natureza contratual das companhias. O contrato de sociedade, como avença plurilateral que é, pode abranger número de partes superior a duas, mas sempre incerto, possibilitando, deste modo, que outras a ele venham aderir. Ao contrário do que sucede nos contratos bilaterais – nos quais os direitos e obrigações são exercidos diretamente em relação ao outro contratante –, nos contratos plurilaterais as partes são titulares de direitos e obrigações para com todas as outras, já que o exercício destas prerrogativas destina-se à satisfação do interesse comum.

O Código Civil italiano de 1942, cuja influência se faz sentir nas legislações contemporâneas²¹, contém normas sobre os contratos plurilaterais e de fim comum e a doutrina moderna também se vale dos conceitos de contratos associativos ou de organização, inclusive para classificar a sociedade anônima, empresa esta constituída pela manifestação de vontade dos subscritores das ações.²²

Consoante anteriormente explanado, a natureza contratual da sociedade anônima era, ainda, questionada pelo excessivo controle legal de sua constituição e funcionamento, ou seja, havia restrição à autonomia da vontade se comparada com a disciplina dos demais negócios jurídicos típicos de Direito Privado.

²¹ “...O Código Civil italiano é sem dúvida nenhuma um momento legislativo do século XX: representa para a nova geração e para o futuro aquilo que o Código Civil Napoleônico representou no século passado. E essa influência que o Código Civil italiano vem exercendo já se faz sentir em códigos promulgados, haja vista por exemplo os Códigos de Portugal e do Peru. Essa inspiração demonstra que o legislador do século XX está se baseando num trabalho que teve em sua elaboração, como se sabe, os mais importantes juristas italianos. É preciso enfatizar esse ponto, porque o projeto é realmente adequado, tanto na elaboração como na sistematização” (BITTAR, Carlos Alberto. **Os contratos no projeto de código civil**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 104, p. 48-57, out/dez. 1996, p. 48).

²² O sistema anterior, que se fundava no Código Napoleônico, não trazia teoria contratual autônoma. A teoria obrigacional tornou-se insuficiente para justificar o vínculo contratual. O Código Civil italiano permitiu a elaboração da teoria dos contratos, unificando as negociações de Direito Comercial e Direito Civil em um só instituto, de Direito Privado. Destarte, os contratos plurilaterais, presentes na constituição das sociedades comerciais, foram albergados pela nova teoria contratual do Direito italiano, evidenciada por meio do referido Código Civil.

Dentre outras peculiaridades, é cediço que os fundadores das sociedades anônimas abertas têm a função de mediadores no cumprimento dos atos constitutivos da companhia (estatutos, boletins de subscrição e ata). Devido à circulabilidade que caracteriza as ações, os titulares das ações podem ser substituídos sem modificação estatutária, pois o contrato de constituição da sociedade é aberto, no sentido de que permite a agregação de novas partes sem dissolução das relações jurídicas preexistentes, nem necessidade de novo acordo entre antigos e novos associados.

A superveniência de novos sócios, por sua vez, pode dar-se mediante aquisição de ações em circulação ou criadas em aumento do capital social ou, ainda, quando da conversão de títulos mobiliários outros em ações e o adquirente/sócio assume posição jurídica de parte contratual do negócio original.

A estrutura organizacional da sociedade anônima compreende órgãos de deliberação e administração com competência, em assembléia geral, para alterar o estatuto social, inclusive para criação de novas ações.

Entendendo-se a gestão da sociedade anônima como inerente, ainda que indiretamente, à vontade privada dos sócios, com intervenção mínima do Estado frente à constituição e organização da empresa, não haveria como responsabilizá-lo pela recuperação e manutenção da atividade empresarial. A realidade capitalista estimula e conserva apenas as empresas competitivas e rentáveis, deixando perecer as que não demonstrarem condições razoáveis de rivalizar com a concorrência.

Sob esta ótica seria absolutamente irrelevante ao Ente Público o abuso de poder de controle da sociedade anônima, e os eventuais efeitos negativos da tentativa de medidas saneadoras seriam suportadas exclusivamente pela empresa em si e por seus acionistas.

Aqueles contrários à natureza contratual da companhia vão ao encontro da proposta de sua classificação como instituição.

Destarte, diz-se que determinada organização é instituição quando ela se acha de tal modo estabelecida em sociedade²³, que o processo de ação coletiva parece apresentar autonomia própria, ou velocidade de auto-sustentação, cuja continuidade independe da vontade dos atores que, em cada momento desempenham seus papéis; a estrutura é mais importante que os atores, que ficam em segundo plano, como seus acessórios. A existência da instituição pressupõe idéia diretriz (que define o objeto da ação coletiva), estrutura hierarquizada (compreendendo órgãos especializados, com divisão de poderes e funções) e alto grau de organização normativa (que assegura sua identidade e permanência, não obstante a substituição dos atores). Estas características são mais encontradas nas organizações formais de grande dimensão, e por isso os conceitos de instituição e burocracia apresentam características semelhantes.

A característica básica da organização institucionalizada é a sua continuidade independentemente dos indivíduos que, a cada momento, exercem suas funções, e por isso sua antítese é a estrutura personalizada, no sentido de que existe na dependência da vontade dos indivíduos que desempenham seus papéis, como ocorre na microempresa com empresário individual ou nas pequenas sociedades de pessoas.

O processo de concentração industrial iniciado no fim do século XIX deu origem à formação de grandes sociedades anônimas, com dimensão e complexidade, significação econômica social e política, antes desconhecidas, cujo controle, ao menos aparente, é exercido pelos administradores devido à pulverização da propriedade das ações em grande número de acionistas. Este fenômeno levou alguns analistas a afirmar o interesse geral no funcionamento

²³ No sentido de sociedade política.

destas macroempresas, que teriam atingido a esfera do Direito Público, ultrapassando o regime contratual privado em que se constituíram e desenvolveram.

Adotando-se, então, a teoria institucionalista, tem-se uma empresa com algumas funções e interesses antes peculiares ao Estado, razão pela qual, até por princípios de Direito Administrativo, é mister a *continuidade* da atividade, ainda que a sociedade anônima seja inviável do ponto de vista financeiro e econômico.

Fala-se, portanto, de Estado diretamente responsável pela organização e boa gestão da companhia, respondendo diretamente pelas medidas econômicas e/ou determinações legais que repercutam negativamente à empresa, aos seus investidores e à coletividade em que ela atua.

Neste contexto, se os reflexos de alguma alteração de Lei das Sociedades por Ações implicarem o enfraquecimento da sociedade anônima²⁴, diante da falta de estímulos à capitalização, o Estado teria o dever-obrigação de garantir a manutenção da atividade empresarial por meio da aplicação de recursos e da concessão de incentivos – é cediço que o Estado brasileiro, dada sua situação econômica periclitante, não teria condições de oferecer tamanha segurança à companhia, sobretudo em se falando de macroempresa, cujas responsabilidades sociais são vultosas e milionárias.

Artigos da Lei nº 6404/76²⁵ podem conduzir à errônea conclusão de que a companhia seria uma instituição - a análise social-econômica do poder demonstra que a sociedade anônima, no Brasil, representa não uma instituição, mas um instrumento de realização do interesse do acionista controlador em detrimento da coletividade, do povo propriamente dito,

²⁴ A título de exemplo, a Lei nº 10303/01, que recentemente reformou a Lei nº 6404/76.

²⁵ Especialmente o art. 116, parágrafo único da Lei nº 6404/76: “O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem

uma vez que as ações governamentais ou o próprio sistema normativo mostram-se totalmente coniventes com esta realidade.²⁶

É certo que a sociedade anônima, assim como qualquer outra de natureza contratual (pessoal, portanto), é fonte incontestável de geração de empregos e o cumprimento destes direitos trabalhistas não deixa de ser função social. A empresa recolhe tributos, quando não abrangida por imunidades e isenções, e este é outro aspecto de sua destinação social, além dos benefícios indiretos da urbanização, do progresso tecnológico, do desenvolvimento, do consumo e tantos outros qualificativos.

Assim, tendo por base o disposto na Lei das Sociedades por Ações e a própria realidade política-social, toda empresa, independente de sua natureza, realiza função social. Não há que se falar, no entanto, que a companhia aberta tem caráter institucional, isto é, que há supremacia do interesse da coletividade (interesse público poderia subentender a política macroeconômica do Governo) sobre a intenção de auferir lucros e dividendos. Não se diga, também, que é de responsabilidade do Estado a continuidade da atividade empresarial privada. Cumpre, sim, ao Poder Público, considerando a função social realizada pela empresa, possibilitar medidas e instrumentos ao seu fortalecimento e manutenção.

deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

²⁶ Guilherme Döring Cunha PEREIRA esclarece que “na teoria política dominante, não se entende que o poder pertença propriamente ao governo ou aos governantes, mas sim ao povo.

Quando se visualiza a sociedade anônima como um modelo em miniatura da sociedade política, tende-se a estender o paralelismo o máximo possível. Assim, o titular do poder supremo seria o conjunto de acionistas reunidos em assembléia. O exercício do poder seria delegado aos administradores. Suas prerrogativas não seriam próprias, mas derivadas. Essa a visão inicial, aquela sobre a qual se fundaram as primeiras leis que disciplinaram as companhias. A partir do momento em que se passa a reconhecer a existência de uma instância superior de poder na sociedade, localizada o mais das vezes no acionista que detém a maioria das ações com voto, a fidelidade à concepção “democrática” das sociedades anônimas vai consistir em deslocar o que se afirmava dos administradores para o acionista controlador, isto é, que o acionista controlador detém apenas o exercício do poder sobre a sociedade, o qual pertence de direito à totalidade dos acionistas. O poder de controle residiria em todo o corpo acionário, detendo o acionista “controlador” apenas as

2 AS AÇÕES PREFERENCIAIS

O gênero sociedades por ações compreende duas espécies: a sociedade anônima, ou companhia, e a sociedade em comandita por ações, cujos direitos dos sócios, consoante anteriormente explanado, estão organizados em conjuntos padronizados denominados ações, em número, espécies, formas e classes fixados no estatuto social com abstração da identidade dos seus titulares, e incorporados em valores mobiliários.

A distinção entre estes dois tipos de sociedades mercantis está na forma de responsabilização do sócio. Assim, na companhia a responsabilidade de todos os sócios ou acionistas é limitada ao preço das ações subscritas ou adquiridas, enquanto na comandita por ações o sócio diretor ou gerente responde subsidiária, ilimitada e solidariamente pelas obrigações da sociedade.

A estrutura organizacional e a responsabilidade limitada dos sócios, somada à capacidade para mobilizar capitais e congregar técnicas e pessoas na consecução de objetivo comum, facilitou e possibilitou o surgimento de macroempresas, organizadas, a partir destas características, como sociedades anônimas.

Até o advento do Decreto nº 21536, de 15/06/32, o direito brasileiro não reconhecia expressamente outra espécie de ação senão as ordinárias ou comuns.

A situação econômica brasileira de então refletia a escassez de capitais acumulados e disponíveis para contribuir com o crescimento da indústria nacional, sendo que as sociedades

Com efeito, se, por hipótese, o preço de mercado para a ação de determinada sociedade anônima é R\$ 20,00 (vinte reais) e o bônus de subscrição garante a seu titular o direito a subscrever ação de mesma classe ao valor de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais), durante prazo decadencial de 3 (três) anos, o investidor que se dispuser a adquirir tal título estará especulando com a possibilidade de que, durante aquele triênio, o preço de mercado da ação chegue a mais de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais) e a subscrição dela, seguida ou não de sua venda, venha a representar possibilidade de lucro.

Naturalmente, existem, a partir de critérios econômicos, diversos fatores que levam à determinação do valor intrínseco de um bônus de subscrição, tais como a volatilidade da ação cuja subscrição dá direito (isto é, o grau de rapidez com que as cotações da referida ação costumam alterar-se, em face da média do mercado, pois, se as cotações da ação raramente se alteram, a possibilidade de lucro para o especulador, obviamente, reduz-se); o prazo de duração do direito de subscrição e a taxa de juros vigente no mercado.

Destaque-se, ainda, que o bônus de subscrição não é tão-somente instrumento de especulação: caso não seja interessante à sociedade anônima a opção de compra de ações, nos termos do art. 168, § 3º, da Lei nº 6404/76⁷², o bônus de subscrição viabiliza a possibilidade

O referido art. 24 delimita os requisitos dos certificados:

I – denominação da companhia, sua sede e prazo de duração;

II – o valor do capital social, a data do ato que tiver fixado, o número de ações em que se divide e o valor nominal das ações, ou a declaração de que não têm valor nominal;

III – nas companhias com capital autorizado, o limite da autorização, em número de ações ou valor do capital social;

IV – o número de ações ordinárias e preferenciais das diversas classes, se houver, as vantagens ou preferências conferidas a cada classe e as limitações ou restrições a que as ações estiverem sujeitas;

...”

⁷² “Art. 168 – O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

...

§ 3º - O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia geral, outorgue opção de compra de ações a seus

anônimas, em sua quase totalidade, tinham suas ações, via de regra, divididas entre membros de uma mesma família.

Uma solução possível para o fortalecimento da empresa privada seria a adoção de normas que ampliassem o direito do acionista, atraindo investidores, via de consequência, para aplicarem suas poupanças na capitalização das companhias, criando efetivo mercado de capitais.

A possibilidade de emissão de ações com prerrogativas especiais, conferindo a seus titulares prioridades nos lucros ou resultados pecuniários da companhia, sobreveio com a edição do referido Decreto nº 21536, de 15/06/32.

Surgiam, então, as ações preferenciais, porém, sem qualquer limite legal quanto à sua emissão, lacuna esta que permitia o controle absoluto da empresa a uma pequena minoria: os detentores das ações ordinárias.

A fim de coibir esta situação de poderio, é editado o Decreto-Lei nº 2627, de 26/09/40, dispondo que a emissão de ações preferenciais, ainda sem direito a voto, de determinada companhia, não poderia ultrapassar 50% (cinquenta por cento) do capital social, limite este alterado para 2/3 (dois terços) pela Lei nº 6404/76, isto é, nem a extrema liberalidade do Decreto nº 21536/32, nem o rigor do Decreto-Lei nº 2627/40.

Pelo disposto na Lei nº 6404/76, os privilégios assegurados aos detentores das ações preferenciais consistem em prioridade na distribuição de dividendos e no reembolso de capital, com ou sem prêmio.

Como vantagem política, o art. 18 da Lei nº 6404/76 declara que o estatuto pode assegurar a uma ou mais classes de ações preferenciais o direito de eleger, em votação separada, um ou mais membros dos órgãos da administração da companhia. O estatuto pode,

ainda, subordinar as alterações estatutárias que especificar à aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais.

Adota-se, ademais, no direito societário vigente, o sistema de categoria de acionistas, com interesses divergentes, aos quais cabem meios diversos de proteção, no pressuposto de que não têm iguais direitos nem idênticas obrigações.²⁷

As prerrogativas de participação dos acionistas são definidas, portanto, pelas disposições do estatuto social que fixam os números de ações ordinárias em que se divide o capital social e, se houver uma ou mais classes daquelas preferenciais, da mesma forma será especificada a quantidade de cada classe e as vantagens a elas inerentes.

As ações ordinárias são aquelas cuja emissão é obrigatória por Lei e que, de regra, garantem ao titular o direito a voto pleno ou restrito na assembleia geral, donde se conclui que o controle da sociedade anônima é possível a quem detém a maioria delas.²⁸

De outra espécie são as ações preferenciais (ou privilegiadas), cujas vantagens, em relação àquelas ordinárias, são de ordem patrimonial, podendo garantir aos seus titulares prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, e/ou no reembolso de capital, com ou sem prêmio, restringindo-se ou suprimindo-se, de regra, o direito de voto (caso haja

²⁷ “Vale rememorar que, enquanto as ações ordinárias podem ser definidas como as que conferem ao seu titular os direitos usuais do sócio (direito de voto, de fiscalização e de participação nos lucros), as preferenciais são, em regra, aquelas que outorgam uma específica vantagem patrimonial aos seus subscritores. Os diferenciais possíveis estão descritos no art. 17, sendo que, normalmente, ao privilégio de ordem financeira soma-se uma restrição ou a exclusão do direito de voto. Trata-se de valores mobiliários tipicamente utilizados para a atração daquela espécie de investidor que tem como interesse prioritário o retorno financeiro de seu investimento, sem voltar maior atenção à administração da empresa” (BERTOLDI, Marcelo M. (coordenação). **Reforma da lei das sociedades anônimas – comentários à lei 10.303, de 31.10.2001**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 35).

²⁸ As principais características e direitos das ações ordinárias vêm delimitados no art. 16 e art. 109 da Lei nº 6404/76.

previsão expressa no estatuto social, as ações preferenciais podem, ainda, conferir o direito de voto aos seus detentores, observados os limites legais).²⁹

A amortização de ações ordinárias e preferenciais resultam em terceira espécie de ações, classificadas como de gozo e fruição.³⁰

Entenda-se por amortização a distribuição aos acionistas, a título de antecipação, de quantias provenientes de lucros e reservas da companhia que eles somente poderiam receber em caso de dissolução e liquidação, sendo defesa, para tanto, qualquer diminuição ou ofensa ao capital social.³¹

As ações podem, ainda, ser classificadas de acordo com a forma, em nominativas ou escriturais, sendo relevante para se estabelecer tal diferenciação o modo pelo qual se opera a transferência de titularidade de um acionista para outro.

As ações nominativas são aquelas obrigatórias à sociedade, registradas em livro próprio (“Livro de Registro de Ações Nominativas”), e a circulação e conseqüente transferência de titularidade implica, necessariamente, a devida averbação no “Livro de Transferência de Ações Nominativas”, datada e assinada pelo cedente e cessionário ou por seus legítimos representantes.³²

A classificação em ações escriturais tem o seu reconhecimento pela doutrina e sua referência nos artigos 34, 39, 40 e 293 da Lei nº 6404/76, todavia sem expressa previsão legal como distinção de forma daquelas nominativas. Uma vez que se trata de ações que não podem ser representadas em certificado, as operações de transferência restam consignadas no

²⁹ Consoante art. 17, art. 15, § 2º e art. 109 da Lei nº 6404/76.

³⁰ Consoante art. 15, *caput*, da Lei nº 6404/76.

³¹ Consoante art. 44 da Lei nº 6404/76.

³² Consoante art. 20 e art. 31 da Lei nº 6404/76.

lançamento da operação nos registros próprios da instituição financeira depositária, ou seja, a transmissão de sua propriedade se faz pelo lançamento a débito da conta do alienante e a crédito da conta do adquirente.³³

Diferentemente da ação nominativa, para a qual a emissão de certificado é possível, para a ação escritural tal faculdade não existe em qualquer hipótese; haja vista a informalidade da operação que transfere a titularidade. Trata-se, esta última, de valor patrimonial incorpóreo.

As ações de uma sociedade podem ainda ser classificadas quanto à classe.³⁴

As diferentes classes de ações preferenciais são estabelecidas a partir do complexo de direitos ou restrições que, de acordo com o estatuto social, são conferidos aos respectivos titulares.

Quando de companhias abertas, as ações ordinárias não podem ser subdivididas em classes, uma vez que são negociadas junto ao público investidor.³⁵

Cumpra ao estatuto social estabelecer as diversas classes de ações ordinárias das companhias fechadas (e apenas para as fechadas), da mesma forma como prevê as diversas classes daquelas preferências, sejam abertas ou fechadas as companhias (não há proibição

³³ Para Modesto CARVALHOSA a ação escritural constitui subforma das ações nominativas, não cabendo, portanto, afirmar tratar-se de outra classificação. Para ele haveria a ação nominativa *registrada*, cuja propriedade decorre da inscrição do nome do acionista no Livro de Registro de Ações Nominativas, e a ação nominativa *escritural*, cuja propriedade decorre da existência de conta corrente em nome de seu titular em instituição financeira (**Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1. p. 173/174).

³⁴ Consoante art. 15 da Lei nº 6404/76.

³⁵ As experiências norte-americana e inglesa demonstraram ao legislador brasileiro que a possibilidade de diversidade de classes de ações ordinárias em companhias abertas era instrumento de manutenção de controle absoluto por número limitado de investidores - comumente havia apenas uma classe privada do direito de votar (*no voting common stock*) e a outra sem qualquer restrição para tal exercício (*voting power*) (*Op. cit.* p. 131/132).

legal às ações preferenciais³⁶), especificando os direitos e vantagens especiais a elas inerentes e a quantidade de cada uma delas para cada classe.

A partir da classificação dos diversos tipos de ações, seja pela espécie, forma ou classe, sobrevém a distinção, por consequência, dos diferentes direitos e deveres de seus respectivos titulares - constituem-se, então, as categorias de acionistas.

Desta forma, é *empreendedor* o acionista cuja preocupação está voltada à prosperidade da empresa, razão pela qual pretende o controle na administração da sociedade.

O investidor, por sua vez, quem pouco ou nada se importa com a gestão da empresa, ou aplica suas economias no intuito de obter renda pessoal, auferindo dividendos (aquele chamado *rendeiro*), ou é mero *especulador*, quem almeja, tão-somente, a lucratividade de seu investimento, no jogo especulativo das altas e baixas das Bolsas de Valores.³⁷

Visando maior garantia e estímulo ao investidor à aquisição de ações preferenciais, estabeleceu-se, consoante dispõe o art. 17 da Lei das Sociedades por Ações, o dividendo fixo, mínimo e acumulativo.³⁸

Fábio TOKARS, comentando as alterações da Lei nº 10303/01³⁹, esclarece que dividendo fixo é aquele estabelecido em valores expressos, ou mediante um outro critério, sugerindo, a título de exemplo, estipular-se um percentual sobre o efetivo preço de emissão da ação. Na hipótese dos resultados sociais permitirem o pagamento dos dividendos dos acionistas preferenciais em igual quantia àqueles a serem distribuídos aos detentores das ações

³⁶ Consoante art. 15, § 1º da Lei nº 6404/76.

³⁷ BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998, p. 36, destacando-se a classificação de acionista sugerida por Rubens Requião.

³⁸ BERTOLDI, Marcelo M. (coordenação). **Reforma da lei das sociedades anônimas – comentários à lei 10.303, de 31.10.2001**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 40.

³⁹ *Op. cit.* p. 40/41.

ordinárias, e, ainda assim, remanescer saldo positivo, o titular de ações preferenciais, cujo dividendo é fixo, nenhum proveito tirará desta vantagem, que haverá de ser rateada entre os titulares das ações ordinárias, ou seja, naquele ano social, os detentores de ações ordinárias terão considerável retorno em relação aos que receberam dividendos fixos. Ao invés, no caso de os dividendos aos titulares de ações preferenciais serem mínimos, o saldo será distribuído igualitariamente entre estes e aqueles detentores de ações ordinárias. Frise-se que, tanto em uma quanto em outra situação, os titulares de ações preferenciais terão *preferência* em relação àqueles possuidores de ações ordinárias, caso os lucros a serem distribuídos não sejam suficientes ao pagamento de ambas as espécies.

Não há, entretanto, qualquer embargo legal à possibilidade de fixar-se dividendos fixos ou mínimos em valor inferior à expectativa de lucratividade e ganhos dos detentores de ações ordinárias, em que pese o art. 109 da Lei nº 6404/76 elevar as garantias inerentes às diferentes espécies de ações a direitos individuais, de caráter essencial, intangível, inderrogável e irrenunciável, destacando, em seu parágrafo segundo, que estas prerrogativas não podem ser elididas pelo estatuto social ou assembléia geral.⁴⁰

A verdade é que, não obstante tamanha guarida legal, o exercício do direito de prioridade dos detentores das ações preferenciais na distribuição de dividendos depende, em tese, da existência de lucros líquidos verificados quando do balanço financeiro da sociedade anônima.

Depreende-se, partindo desta premissa, que os dividendos mínimos prefixados se caracterizam dívidas potenciais à sociedade anônima, na medida em que asseguram renda aos

⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S/A e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 33.

acionistas preferenciais, podendo ser recebida, inclusive, à conta das reservas de capital, quando a companhia não auferir lucros ou se estes forem insuficientes.⁴¹

Entende-se, ainda, que o dividendo fixo sem participação dos lucros remanescentes vai de encontro à própria concepção da ação enquanto valor mobiliário de renda variável⁴², sujeita às variações do mercado de capitais, transformando-a numa espécie de debênture, à semelhança do que ocorre no direito inglês.⁴³

Além de vantagens na percepção dos dividendos, o estatuto social poderá convencionar às ações preferenciais a prerrogativa de prioridade no reembolso de capital no caso de liquidação da sociedade anônima.

Quando da apuração de lucro insuficiente às ações preferências com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo (fixo ou mínimo) em determinado exercício, o art. 201 da Lei nº 6404 garante aos detentores o seu recebimento à conta da reserva de capital, consoante anteriormente explanado.

Justificar-se-ia esta vantagem na possibilidade de “facilitar ao empresário a colocação das ações em companhia, e embora seja exceção ao princípio geral de que os dividendos somente podem ser distribuídos à conta de lucros ou de reservas de lucros”, não prejudicaria “os credores que são garantidos pelo capital social e não pelas reservas de capital”.⁴⁴

⁴¹ Consoante § 6º do art. 17 da Lei nº 6404/76.

⁴² “Diversamente do que ocorreu com a evolução do conceito de título de crédito, originário da prática do comércio, e fruto de lenta e elaborada construção legislativa e doutrinária, os objetivos de *construção* legal da noção de valor mobiliário dizem respeito, essencialmente, à necessidade de regulação estatal de atividades consideradas de *risco*, por envolverem a aplicação de poupança popular em companhias abertas, estando os lucros ou prejuízos decorrentes de tal investimento condicionados ao sucesso do empreendimento empresarial, sobre o qual os poupadores pouco ou nenhum controle têm” (EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S/A e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 138).

⁴³ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1, p. 157.

⁴⁴ Segundo a Justificativa da Exposição de Motivos de 1975 (*Op. cit.* p. 156).

A viabilidade deste estímulo ao investimento sobreveio com a mudança do regime de incorporação obrigatória da riqueza excedente ao capital social (reserva de capital), tal como previu o Decreto-Lei nº 2627, de 26/09/40, e hoje dispõe o art. 200 da Lei das Sociedades por Ações.

É cediço, no entanto, que o pagamento de dividendos preferenciais à conta da reserva de capital deve estar expressamente possibilitado no estatuto social; haja vista seu caráter excepcional. Assim, em caso de não observância ao disposto nos artigos 200 e 201 da Lei, os administradores e conselheiros fiscais serão civil e penalmente responsabilizados.

Feitas estas considerações e delimitadas as duas linhas de acionistas, aqueles com interesse na gestão (os controladores) e aqueles que apenas buscam vantagem no retorno do capital aplicado, tem-se que os investidores eram, notadamente, representados pelos possuidores de ações ordinárias ao portador⁴⁵, e hoje o são pelos detentores das ações preferenciais.⁴⁶ Quanto a esta última categoria, alargou-se a possibilidade de sua participação no capital social.⁴⁷

A Lei nº 6404/76 possibilitou a abertura de capital da sociedade anônima, oferecendo maiores garantias aos investidores, sem, no entanto, trazer interferências diretas na condução dos interesses do proprietário/controlador: as ações preferenciais haviam sido e permaneciam negociadas nas Bolsas de Valores em quantidade consideravelmente superior às ordinárias pouco dispersas, agora com vantagens patrimoniais efetivas, revalorizando o instituto do dividendo como instrumento que propicia a repartição dos lucros entre os acionistas.

⁴⁵ Consoante art. 112 da Lei nº 6404/76. Destaque-se que as ações ao portador deixaram de existir com a superveniência da Lei nº 8021, de 12/04/90, que revogou o art. 33 da Lei nº 6404/76.

⁴⁶ Consoante art. 111 da Lei nº 6404/76.

⁴⁷ Consoante art. 15 da Lei nº 6404/76.

Um fator relevante ao crescimento do mercado de capitais brasileiro, consoante Fernando Albino de OLIVEIRA, foi a sensível abertura da Economia nacional no início dos anos noventa, permitindo que recursos estrangeiros fossem então também aplicados em Bolsas de Valores, fundos muito mais afeitos a regras mercadológicas e de “ampla liberdade de negociação com os empreendedores sobre a forma de condução dos negócios”.⁴⁸

A partir da inserção internacional no mercado de capitais brasileiro e da pulverização de ações das tantas grandes empresas privatizadas, muitas das deficiências da Lei nº 6404/76 vieram ainda mais à tona, especialmente nos artigos que se referem a acionistas minoritários e a acordos de acionistas; haja vista o embate pelo poder de comando e gestão das companhias.

A Lei nº 10303, de 31/10/2001, sem interferir no eficiente sistema já estabelecido pela Lei nº 6404/76, tem por escopo, dentre outros, resguardar os direitos econômicos dos detentores das ações preferenciais como privilégio compensatório ante a restrição ao poder de votar e decidir em assembléia, prerrogativas, de regra, das ações ordinárias.

A alteração significativa, porém negativa, proporcionada pela nova Lei às ações preferenciais sem prioridade na distribuição de dividendos fixos ou mínimos, cumulativos ou não, no entendimento de Fábio TOKARS⁴⁹, seria a supressão do dividendo diferenciado, real vantagem patrimonial que vinha sendo garantida a partir da Lei nº 9457, de 05/05/97, devida ainda que houvesse omissão do estatuto social a seu respeito, passível de anular a decisão tomada em assembléia geral que não determinasse a sua distribuição, observando-se, naturalmente, o percentual mínimo legal.⁵⁰

⁴⁸ BERTOLDI, Marcelo M. (coordenação). **Reforma da lei das sociedades anônimas – comentários à lei 10.303, de 31.10.2001**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 16.

⁴⁹ *Op. cit.* p. 41.

⁵⁰ Entendia-se por diferenciado o direito ao recebimento, em cada exercício, de um dividendo no mínimo 10% (dez por cento) maior que aquele atribuído às ações ordinárias. Este percentual de

A Lei nº 10303/01 quer estabelecer eficiente equilíbrio entre os interesses de acionistas controladores e acionistas investidores. As modificações pretenderam remover os entraves e reduzir as incertezas que desestimulavam a arrecadação de recursos e dificultavam as reorganizações societárias, assegurando, ao menos em tese, a democratização efetiva do capital, protegendo os direitos das minorias acionárias.

A partir destas considerações e independentemente da verificação de eficácia da Lei nº 10303/01, depreende-se, com toda segurança, que o desenvolvimento do mercado de capitais depende, sim, de fiscalização por parte de seu órgão regulador, qual seja, a Comissão de Valores Mobiliários, de modo a garantir o efetivo exercício do poder de polícia, punindo com rigor os abusos cometidos contra os detentores de ações preferenciais, a fim de propiciar e estimular a formação de poupanças populares e sua aplicação ao fortalecimento da empresa.⁵¹

acréscimo poderia ser determinado em cada assembléia, ou pré-fixado no estatuto, observado o mínimo legal (*Op. cit.* p. 41).

⁵¹ “A reforma implementada mediante a Lei nº 9457/97 traz importantes modificações no que diz respeito especificamente ao exercício do poder de polícia administrativa da CVM sobre os participantes do mercado de valores mobiliários, basicamente no sentido de permitir uma atuação punitiva mais eficaz e flexível, com a previsão de penalidades bem mais severas do que aquelas elencadas na Lei nº 6385/76” (EIZIRIK, Nelson. **Reforma das S/A e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 131).

3 OS VALORES MOBILIÁRIOS DA SOCIEDADE MERCANTIL

A sociedade anônima, consoante anteriormente explanado, tem o seu capital social fracionado em ações, atribuindo a seus titulares a condição de sócios da companhia emitente, na medida em que apresentam natureza de títulos de participação.⁵²

As ações, por conseguinte, representam capital próprio da sociedade, figurando no seu passivo não exigível. Os rendimentos desses títulos – o dividendo – ainda quando sejam preferenciais, com dividendos fixos e cumulativos, mesmo assim, não serão exigíveis, e a sociedade, face ao princípio da intangibilidade do capital social, só os poderá distribuir quando houver lucro disponível.

As debêntures, ao contrário, não configuram capital próprio da sociedade.⁵³ A empresa que as emite contrai dívida e coloca-se diante de obrigação que figura no seu passivo exigível, tratando-se de título com data de vencimento determinada⁵⁴, conferindo ao seu titular uma renda fixa (o juro), independente dos resultados da companhia (ou seja, independente da verificação de lucro).

A Lei nº 6404/76, entre seus artigos 52 e 57, assegura à sociedade anônima ampla liberdade na definição das vantagens conferidas pelas debêntures aos seus titulares: o valor

⁵² Muito embora Georges RIPERT compreenda que acionista não é sócio, porque ele não se liga à sociedade mediante contrato, mas, sim, por meio de título negociável, cuja natureza permite seja a aquisição por qualquer outro investidor interessado (**Traité Elémentaires de Droit Commercial**. 14.ed. Paris: Libr. Générale de Droit et de Jurisprudence, p. 531).

⁵³ A sociedade de economia mista é pessoa jurídica de direito privado e rege-se pela Lei de Sociedades por Ações. Assim, a ela se aplicam, salvo exceção consignada em lei, todos os institutos de Direito Comercial peculiares à sociedade anônima (desde que compatíveis com a natureza peculiar desta associação) (RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 87).

⁵⁴ O Art. 55, § 3º da Lei nº 6404/76 autoriza a debênture sem vencimento prefixado, sujeita à ocorrência de determinados eventos.

nominal poderá ser expresso em moeda nacional, com ou sem correção, ou em moeda estrangeira, quando tal estipulação for permitida pela legislação em vigor⁵⁵; a amortização de cada série poderá ser parcelada, com ou sem amortização, e a companhia poderá reservar-se o direito de resgate antecipado, parcial ou total⁵⁶; é autorizada a prefixação de juros e participação nos lucros⁵⁷; e podem ser conversíveis em ações.⁵⁸

Deste modo, quem adquire ações torna-se sócio da companhia, pode ter renda variável⁵⁹ e participa dos riscos do investimento. Por sua vez, aquele que investe seus recursos em debêntures, torna-se credor da companhia, terá renda fixa e não se sujeita à necessidade de verificação de lucros.⁶⁰

A partir de análise simplista, poder-se-ia associar a debênture à promissória; haja vista que ela também incorpora declaração unilateral de vontade, consubstanciando promessa de pagamento de determinada importância na data do seu vencimento. Depreende-se, assim, que a debênture participa do gênero título de crédito, expressando obrigação literal autônoma.

É também possível caracterizar a debênture numa estrutura de mútuo e cada título representaria uma fração do empréstimo, garantindo aos credores especiais privilégios para pagamento, quando comparados com aqueles concedidos aos acionistas (mesmo aqueles preferenciais), constituindo esta prerrogativa uma de suas características mais marcantes.

⁵⁵ Conforme o *caput* do art. 54 e seu parágrafo 1º, Lei nº 6404/76.

⁵⁶ Art. 55 da Lei nº 6404/76.

⁵⁷ Art. 56 da Lei nº 6404/76.

⁵⁸ Art. 57 da Lei nº 6404/76.

⁵⁹ As vantagens das ações preferenciais podem consistir em prioridade na distribuição de dividendo, fixo ou mínimo, conforme previsão do estatuto social (art. 17, I, da Lei nº 6404/76).

⁶⁰ Certo que tanto as ações quanto as debêntures funcionam como títulos de mercado e instrumento, ainda que incipiente, de captação da poupança privada.

A emissão de debêntures proporciona recursos à empresa, como alternativa para o aumento de capital de giro, sobretudo quando o mercado não se encontra predisposto à absorção de ações, ou quando aos acionistas não convenha aumentar o capital próprio (de modo a reduzir o lucro por ação), ou, ainda, nas hipóteses em que um lançamento vultoso de ações opere reflexos negativos sobre suas próprias cotações em bolsas de valores (excesso de oferta). Por fim, haveria também a conveniência fiscal, pois os juros das debêntures, diversamente dos dividendos, recebem, para fins tributários, o tratamento de despesa operacional.⁶¹

A Lei nº 6404/76 reserva à Assembléia Geral a competência para deliberar sobre a emissão de debêntures que precisam ter suas condições de prazos e remuneração expressas. Destaque-se que a Lei prevê a possibilidade de que a Assembléia Geral delegue esta competência ao Conselho de Administração.⁶²

Como título fracionário que é, a debênture possibilita a emissão de títulos representativos do empréstimo pretendido em inúmeros títulos de idênticos valores e qualificações⁶³, de modo a permitir um fluxo de recursos sincronizado à necessidade da companhia. Justifica-se, deste modo, a emissão de debêntures por séries ou em série única.

A fim de tornar possível o financiamento, mediante debêntures, de grandes projetos, com longos prazos de execução, o § 2º do art. 59 da Lei nº 6404/76 autoriza emissões de títulos

⁶¹ As sociedades de economia mista, uma vez que se tratam de sociedades anônimas (art. 235 da Lei nº 6404/76), têm legitimidade para emitir debêntures, possibilidade, aliás, excepcional para o financiamento de serviços públicos, como alternativa para participação da poupança privada, mais segura e conservadora que o investimento no mercado de ações.

⁶² Consoante art. 59, VI, VII, VIII e § 1º da Lei nº 6404/76.

⁶³ Inclusive no que tange à data de vencimento.

com valor e número de séries indeterminados, mas subordina o lançamento de novas séries ou emissões ao encerramento da colocação (ou ao cancelamento) das anteriores.⁶⁴

Diversamente do que acontece com os demais títulos de crédito⁶⁵, de regra classificados como quirografários em casos de falência da sociedade, há a faculdade de atribuir-se à debênture privilégio geral sobre o patrimônio (garantia flutuante). Há, ainda, a possibilidade de emissão de debênture com lastro real, constituída mediante hipoteca de determinados bens, ou outras garantias reais, em benefício dos credores da companhia. As garantias flutuante e real podem ser cumulativas. Por fim, para facilitar a emissão de debêntures por grupos de sociedades, a Lei nº 6404/76 admite a garantia flutuante do ativo de duas ou mais empresas do grupo.⁶⁶

Deve-se destacar, ainda, que quando atribuído privilégio geral às debêntures, tal vantagem alcançará todas as séries, estabelecendo prioridade classificatória segundo a ordem de inscrição dos empréstimos no registro competente.⁶⁷

Pelo disposto no art. 57 da Lei nº 6404/76, cumpre à assembléia geral estabelecer as condições de conversibilidade das debêntures em ações.

Assim, a debênture conversível é aquela que, além do direito de crédito, garante ao seu detentor a faculdade de aquisição de ações da empresa emitente (subscrição), mediante compensação de preços, havendo a possibilidade do título ser resgatado antes mesmo do seu vencimento, se desta forma estabelecido quando da escritura de emissão.

⁶⁴ Consoante o § 3º do art. 59 da Lei nº 6404/76.

⁶⁵ Consoante Decreto nº 2044/08 e Decreto nº 57663/66, regulando as operações em matéria de letras de câmbio e notas promissórias.

⁶⁶ Consoante o *caput* do art. 58 da Lei nº 6404/76 e seus parágrafos.

⁶⁷ Consoante § 5º do art. 58 da Lei nº 6404/76.

Uma vez que a debênture conversível confere a seu titular a prerrogativa de tornar-se sócio da companhia, aqueles que já eram acionistas conservam o direito de preferência para sua aquisição, tal como se a empresa estivesse lançando ações no mercado.⁶⁸

Cabe à companhia emitente consignar no título os critérios de conversão para a devida compensação, a definição de valor atribuído à debênture, a que ação corresponderá e como operar-se-á a subscrição.

Para a debênture, normalmente, adota-se o valor nominal, devidamente atualizado.

Para a ação, diversas são as bases possíveis: o valor poderá ser nominal, o que implica a diluição do capital no intuito de não prejudicar aqueles que já eram acionistas em benefício dos debenturistas; o valor patrimonial da ação, por sua vez, por ser dinâmico, exigiria, a cada momento em que houvesse opção de subscrição, um balanço patrimonial, além de dar margens a dúvidas e discussões quanto à legitimidade do levantamento apresentado. Por fim, há a possibilidade de adotar-se o sistema de números fixos regressivos de ações para cada debênture. Em outras palavras, a debênture, durante determinado período, seria convertida em 100 (cem) ações; em outro, em 96 (noventa e seis) ações e assim regressivamente. Esta forma de compensação não considera o valor da debênture nem o da ação, mas estipula, previamente, correlação e critério temporal.

Outros métodos ou sistemas de fixação das bases de conversão poderão ser livremente estabelecidos, desde que observados os princípios, normas e regulamentos aplicáveis.

Como opção de investimento popular, há, ainda, a possibilidade de aquisição do chamado bônus de subscrição, que representa, em substância, a incorporação, um certificado negociável, do direito a subscrever certo número de ações de uma companhia a determinado preço, durante dado período.

⁶⁸ Consoante § 1º do art. 57 da Lei nº 6404/76.

Este valor mobiliário já era reconhecido pela Lei nº 4728/65⁶⁹, cujo art. 44, § 8º⁷⁰, admitia a cartularização do direito à conversibilidade das debêntures em ações, ainda que sem prever título autônomo, mas sim mero cupom anexo às debêntures conversíveis.

Pelo que se depreende do art. 75 da Lei nº 6404/76, hodiernamente, bônus de subscrição é entendido como título suplementar passível de emissão pela companhia de capital autorizado, para alienação onerosa ou para atribuição, como vantagem suplementar aos subscritores de emissões de ações ou debêntures, com vistas a facilitar a sua colocação mediante o oferecimento de vantagens suplementares.

As principais características do bônus de subscrição pela Lei nº 4728/65 pouco se distanciam daquelas previstas na legislação vigente, consistindo em título de grande potencial especulativo.⁷¹

⁶⁹ A Lei nº 4728, de 14/07/65, que disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento.

⁷⁰ “O § 8º do art. 44, da Lei nº 4728, de 14 de julho de 1965 (Lei de Mercado de Capitais), dispunha que, nas debêntures conversíveis em ações, ‘o direito à subscrição de capital poderá ser negociado ou transferido separadamente da debênture conversível em ação, desde que seja objeto de cupão destacável ou a sua transferência seja averbada pela sociedade emissora, no próprio título e no livro de registro, se for o caso’. Nessas condições, trazendo a debênture um cupão destacável, relativo ao direito de subscrição de ações, a simples transferência desse documento ensejaria ao adquirente do mesmo a subscrição de ações, conforme é da natureza dos títulos de empréstimos emitidos pela sociedade com essa cláusula. Sendo esse cupão negociável, o portador da debênture transferida a outra pessoa daquela faculdade que a lei lhe outorgava ao serem subscritas tais debêntures. A nova lei, no desejo de dotar as sociedades anônimas de várias opções para a sua dinamização, elege em título próprio o direito de subscrição de ações, não mais em virtude da conversão de debêntures, mas com autonomia, tratando-se assim de um novo título” (MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 1977, v. 1. p. 461/462).

⁷¹ Art. 79 da Lei nº 6404/76: “O certificado de bônus de subscrição conterá as seguintes declarações:

- I – as previstas nos ns. I a IV do art. 24;
- II – a denominação “bônus de subscrição”;
- III – o número de ordem;
- IV – o número, a espécie e a classe das ações que poderão ser subscritas, o preço de emissão ou os critérios para sua determinação;
- V – a época em que o direito de subscrição poderá ser exercido e a data do término do prazo para esse exercício;
- VI – o nome do titular;
- VII – a data da emissão do certificado e as assinaturas de dois diretores”.

Com efeito, se, por hipótese, o preço de mercado para a ação de determinada sociedade anônima é R\$ 20,00 (vinte reais) e o bônus de subscrição garante a seu titular o direito a subscrever ação de mesma classe ao valor de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais), durante prazo decadencial de 3 (três) anos, o investidor que se dispuser a adquirir tal título estará especulando com a possibilidade de que, durante aquele triênio, o preço de mercado da ação chegue a mais de R\$ 25,00 (vinte e cinco reais) e a subscrição dela, seguida ou não de sua venda, venha a representar possibilidade de lucro.

Naturalmente, existem, a partir de critérios econômicos, diversos fatores que levam à determinação do valor intrínseco de um bônus de subscrição, tais como a volatilidade da ação cuja subscrição dá direito (isto é, o grau de rapidez com que as cotações da referida ação costumam alterar-se, em face da média do mercado, pois, se as cotações da ação raramente se alteram, a possibilidade de lucro para o especulador, obviamente, reduz-se); o prazo de duração do direito de subscrição e a taxa de juros vigente no mercado.

Destaque-se, ainda, que o bônus de subscrição não é tão-somente instrumento de especulação: caso não seja interessante à sociedade anônima a opção de compra de ações, nos termos do art. 168, § 3º, da Lei nº 6404/76⁷², o bônus de subscrição viabiliza a possibilidade

O referido art. 24 delimita os requisitos dos certificados:

I – denominação da companhia, sua sede e prazo de duração;

II – o valor do capital social, a data do ato que tiver fixado, o número de ações em que se divide e o valor nominal das ações, ou a declaração de que não têm valor nominal;

III – nas companhias com capital autorizado, o limite da autorização, em número de ações ou valor do capital social;

IV – o número de ações ordinárias e preferenciais das diversas classes, se houver, as vantagens ou preferências conferidas a cada classe e as limitações ou restrições a que as ações estiverem sujeitas;

...”

⁷² “Art. 168 – O estatuto pode conter autorização para aumento do capital social independentemente de reforma estatutária.

...”

§ 3º - O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia geral, outorgue opção de compra de ações a seus

de participação na valorização das ações, quer subscrevendo-as a preços mais baixos do que o de mercado ou do que o indicado pelo respectivo valor patrimonial, quer alienando onerosamente a terceiros o direito de subscrevê-las.

A Lei nº 6385, de 07/12/1976, considera estes títulos das sociedades por ações pela perspectiva da negociabilidade, designando-os, por consequência, como “valores mobiliários”.

4 O MERCADO DE CAPITAIS

A Lei nº 6385, de 07/12/1976, consoante dispõe seu art. 1º, com a redação dada pela Lei nº 10303, de 31/10/2001, disciplina e fiscaliza as atividades de emissão e distribuição de valores mobiliários negociados e intermediados em mercado. Frise-se que é a Lei nº 6385/76 que estabelece a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e Mercadorias e o controle dos serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

A experiência histórica demonstra que os processos de regulamentação advêm da necessidade social de coibir ou dirigir determinada ação da vida em sociedade.

Frente à intermediação de bens e valores, o controle do Estado se deu primeiramente não à mercancia em si, mas especificamente aos sujeitos componentes da relação comercial, já que à época não havia qualquer instituição que reunisse tais profissionais, se não o liame da própria ocupação: o interesse material advindo da junção da oferta e demanda de determinado bem.

Com o crescimento do comércio e desenvolvimento dos vilarejos em grandes cidades européias, muitos produtos negociados em feiras-livres passaram a ter relevante procura por sua importância e necessidade em comunidade, fatores estes que acabaram por dar causa ao processo de interferência do Estado, com a regulamentação das atividades dos agentes intermediadores das relações comerciais envolvendo estas mercadorias, certo que o controle não tinha o fito de manutenção da ordem mas, sobretudo, visava à arrecadação fiscal; haja vista que a circulação destes bens específicos significava fonte certa de tributação.

Feitas estas breves considerações, depreende-se que, independentemente do real motivo da origem da promulgação das normas restritivas, as Bolsas surgiram a partir de determinada

necessidade de mercado, da demanda coletiva, mediante a interferência do Estado nas atividades dos intermediadores da relação comercial - o legítimo controle dos membros do que viria a ser a Bolsa de Valores.

A primeira notícia que se tem, no Brasil, de controle administrativo do mercado de corretagens diz respeito à cobrança de tributo incidente no ato de intermediação comercial. Assim, o orçamento imperial para 1844⁷³ previa a cobrança do imposto do selo sobre estas negociações, inclusive nas emissões e transações de alguns valores mobiliários. Destaque-se que o não pagamento do imposto poderia implicar a inabilitação do profissional ao exercício da corretagem.

A existência da previsão orçamentária faz pressupor que esta atividade era economicamente relevante, de modo a justificar a incidência tributária. O exercício da corretagem em si ainda não sofria qualquer restrição, quer quanto ao agente da intermediação, quer quanto à divisão dos corretores segundo a atuação no mercado.

Pode-se afirmar, com efeito, que este estado de indiferença deixou de existir ante a edição do Decreto nº 417, de 14/06/1845, haja vista que seu art. 2º consigna a conceituação da figura do corretor, entendendo-o como o agente intermediador de mercadorias, de navios, de fundos públicos, letras de câmbio, bilhetes à ordem e outros papéis de emissão comercial.

A partir desta concepção, estabeleceram-se duas categorias distintas destes profissionais: gerais, que possuíam autorização para intermediar qualquer tipo de transação; parciais, cuja atuação ficava restrita a determinado mercado de atuação.

A atividade profissional do corretor se institucionalizava, então, talvez por necessidade do Erário Público, na esfera de atuação do Estado, situação ainda mais evidente com a edição

⁷³ Lei nº 317, de 21/10/1843, art. 13.

do Decreto nº 648, de 10/11/1849, pois a atividade era outorgada na Corte, pelo Ministro da Fazenda, ou nas províncias, pelos respectivos presidentes.

Destarte, verifica-se que os Decretos de 1845 e de 1849, muito embora claramente denotassem preocupações de cunho tributário, acabaram por produzir mudanças fundamentais para a atividade dos corretores. A partir deles, dividiu-se a categoria profissional por classes de especialização; estabeleceu-se para os corretores de fundos públicos, gênese daqueles de valores mobiliários, o exercício de atividade com limite de ocupantes - eles ainda passaram a depender da concessão de patente, passível de cassação quando do não cumprimento das obrigações tributárias oriundas do exercício da atividade. Criou-se, também, a Junta dos Corretores, órgão de classe auto-regulador, inspiração para os atuais Conselhos de Administração das Bolsas de Valores. Frise-se, novamente, que ambas as legislações eram voltadas fundamentalmente para a figura do corretor, sendo que a figura associativa, a incipiente Bolsa de Valores, não mereceu qualquer guarida legislativa.

Com a edição do Decreto nº 806, de 26/07/1851, os corretores passaram a ser nomeados por Tribunais do Comércio, Cortes estas com competência para também multar, suspender e destituir o profissional – prerrogativas hoje concedidas à Comissão de Valores Mobiliários. Contra estas decisões punitivas caberia recurso ao Conselho de Estado, instância atualmente existente como Conselho Monetário Nacional. Destaque-se, novamente, que a primeira instância era a Junta dos Corretores, colegiado dotado de poder decisório para censurar atos de seus associados, fiscalizá-los, decidir as disputas entre os intermediadores, ou entre eles e os comitentes, bem como fixar diariamente o valor do câmbio, dos fundos públicos, dos descontos, dos metais preciosos, dos fretes e das mercadorias.

A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, possibilitada no século passado pela Lei nº 4595, de 31/12/1964, e Lei nº 4728, de 14/07/1965, foi constituída praticamente sob os

mesmos parâmetros do poder de controle dos Tribunais de Comércio, com destaque à sua prerrogativa junto às Bolsas de Valores, cujas atividades então dependiam de prévia autorização.

A partir desta digressão histórica, conclui-se, acertadamente, que as Bolsas de Valores são associações civis, sem finalidade lucrativa⁷⁴, que somente podem operar após a competente autorização da Comissão de Valores Mobiliários. Já a Comissão de Valores Mobiliários é uma “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”.⁷⁵

Destaque-se, no entanto, que a concessão de autorização para funcionamento não esgota o poder de interferência e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários perante as Bolsas de Valores⁷⁶, cujas atividades, estatuto social, patrimônio, demonstrações financeiras etc. são passíveis de controle.

O Conselho Monetário Nacional, pelo disposto no art. 18 da Lei nº 6385, de 07/12/1976, recentemente alterada pela Lei nº 10411, de 26/02/2002, tem competência para editar normas gerais às Bolsas de Valores, mediante iniciativa exclusiva da Comissão de Valores

⁷⁴ Consoante art. 1º da Resolução nº 922, de 15/05/1984.

⁷⁵ Consoante redação dada pela Lei nº 10411, de 26/02/2002.

⁷⁶ O art. 6º da Resolução nº 922, de 15/05/1985, estabelece que a Comissão de Valores Mobiliários tem poder para: “I – suspender a execução de normas adotadas pelas Bolsas de Valores, julgadas inadequadas ao seu funcionamento, e determinar a adoção daquelas que considere necessárias; II – sustar a aplicação de decisões das Bolsas de Valores, no todo ou em parte, especialmente quando se trate de proteger os interesses dos investidores; III – decretar o recesso de Bolsa de Valores com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado, definidas na regulamentação vigente; e IV – suspender ou cassar, através de inquérito, a autorização de funcionamento de qualquer Bolsa de Valores, nos casos de grave infração, assim definidas pela Comissão de Valores Mobiliários, ou de reincidência, observado o procedimento fixado pelo Conselho Monetário Nacional”.

Mobiliários, influenciando: nas condições de constituição e extinção; no exercício do poder disciplinar de seus membros; no número de sociedades corretoras e dos membros associados, estabelecendo os requisitos ou condições de admissão quanto à idoneidade, capacidade financeira e habilitação técnica de seus administradores; e na gestão em si.

Esclareça-se que esta subordinação de atividade normativa da Comissão de Valores Mobiliários ao Conselho Monetário Nacional não significa subordinação hierárquica no exercício das funções executivas, ou seja, a Comissão de Valores Mobiliários, no exercício de suas atividades não normativas (administração, fiscalização e autorização previstas nas leis específicas), não está subordinada ao Conselho Monetário Nacional.⁷⁷

Por não terem suas ações disponibilizadas ao mercado, as empresas de capital fechado estão fora do âmbito de atuação e controle da Comissão de Valores Mobiliários, razão pela qual é ilegítima qualquer interferência desta autarquia, cujas atividades restringem-se, portanto, às sociedades anônimas, cujo capital é aberto.

Como entidade fiscalizadora que é, procura coibir abusos e fraudes zelando pela integridade das informações divulgadas ao possível investidor, razão pela qual a Comissão de Valores Mobiliários tem acesso aos livros e documentos da companhia, podendo complementar sua atividade de controle junto aos órgãos públicos, estendendo sua atuação aos auditores independentes. Faculta, ainda, à Comissão de Valores Mobiliários: aplicar penalidades, instaurando inquéritos administrativos e julgando os atos ilícitos praticados no âmbito do mercado de capitais; impor sanções, sendo possível suspender a negociação de títulos, caso seja verificada qualquer irregularidade e/ou abuso; determinar o recesso à Bolsa de Valores, suspender ou cancelar registros da companhia, atingindo até os demais agentes

⁷⁷ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito societário & mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, p. 153.

intermediários, quais sejam, as sociedades, os corretores, as distribuidoras de títulos e valores mobiliários e os autônomos de investimentos.

Assim, atuando de forma regulamentadora, a Comissão de Valores Mobiliários expedite atos normativos e instruções de deliberações, disciplinando a conduta das sociedades anônimas no mercado, contando com técnicos especializados para prestar toda e qualquer informação às empresas e aos investidores, emitindo, quando necessário, pareceres, indicando a interpretação adequada de suas próprias normas e das orientações do Congresso Nacional e do Poder Executivo.

Feitas estas considerações, depreende-se que a margem de autonomia de vontade dos fundadores das Bolsas de Valores é bastante restrita; haja vista que os atos e atividades a elas inerentes são vinculados e fiscalizados.

Este estado de controle do mercado de capitais por meio da Comissão de Valores Mobiliários, no entendimento de Fábio Konder COMPARATO, autorizaria a conclusão de que as Bolsas de Valores “exercem um autêntico serviço público”⁷⁸, ou seja, trata-se de pessoas jurídicas de direito privado exercendo atividade peculiar de direito público.

Entendimento idêntico poder-se-ia aplicar ao Mercado de Balcão Organizado, porque exerce a mesma atividade das Bolsas de Valores, porém operando principalmente perante o mercado dito *primário*, atendendo companhias abertas de pequeno porte econômico, sociedades corretoras, instituições financeiras ou sociedades intermediárias autorizadas, negociando ações recém emitidas ou subscritas.⁷⁹

⁷⁸ **Direito empresarial: estudos e pareceres.** São Paulo: Saraiva, 1995, p. 322.

⁷⁹ Ou seja, o Mercado de Balcão Organizado opera os valores mobiliários que não podem ser negociados na Bolsa de Valores.

Esclareça-se que a concessão de registro perante o Mercado de Balcão Organizado é consideravelmente menos oneroso do que junto à Bolsa de Valores. Todavia, em contrapartida, a captação de grandes recursos para financiar os projetos de investimento da sociedade anônima acontece, principalmente, em Bolsas de Valores, cujas atividades compreendem apenas o mercado *secundário*, mais exposto ao público investidor.

Destaque-se que a sociedade anônima de capital aberto pode ter seus valores mobiliários negociados tanto em Bolsa de Valores quanto em Mercado de Balcão Organizado.

Os valores mobiliários negociados no mercado de capitais estão submetidos à disciplina legal específica e ao poder de polícia da Comissão de Valores Mobiliários pelo fato de verificar-se a captação de poupança popular para aplicação em capital de risco das empresas. Ademais, é cediço que atividades essenciais ou de conveniência à sociedade⁸⁰, quando não exercidas diretamente pelo Estado, estão sob o seu controle, fiscalização e responsabilidade.

A noção de valor mobiliário foi sendo objeto de construção legal nos diversos sistemas legislativos, como adaptação à prática de sua negociação em massa no mercado.

A legislação brasileira, até o advento da Medida Provisória nº 1637, de 08/01/98, posteriormente convertida na Lei nº 10198, de 14/02/01, não havia conceituado valores mobiliários, mas enumerava-os taxativamente, consoante previsão original do seu art. 2º.⁸¹

Portanto, foi a Lei nº 10198/01 quem conferiu concepção abrangente ao que se entendia por valores mobiliários, mediante adaptação do conceito de *security* do Direito Norte-

⁸⁰ Sociedade no sentido de coletividade.

⁸¹ Os valores mobiliários passíveis de controle pela autarquia restringiam-se às ações, às debêntures, às notas comerciais, às partes beneficiárias, ao bônus de subscrição, aos certificados de depósito de valores mobiliários, além de outros títulos emitidos pelas sociedades anônimas (consoante art. 2º da Lei 6385/76, em sua redação original).

Americano⁸², tal como identificado por aquela jurisprudência, não adstrita a qualquer enumeração legislativa.

Destaque-se que a doutrina brasileira já há muito alertava a necessidade de adotar-se conceito de valores mobiliários, abrangendo as mais diferentes hipóteses de empreendimentos, inclusive os contratos negociados em Bolsas de Mercadorias e de Futuros, assim como aqueles investimentos oferecidos publicamente.

Com a superveniência da Lei nº 10198/01, ficou estabelecido em seu art. 1º, que “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

Os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, por integrarem o mercado monetário, e os títulos cambiais, por serem de responsabilidade de instituição financeira, permanecem excluídos da disciplina e fiscalização da Lei nº 6385/76.⁸³

Constituem valores mobiliários atualmente, nos termos do art. 2º da Lei nº 6385/76, com a redação dada pela Lei nº 10303/01, cuja distribuição pública e negociação é sujeita à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, as ações, as debêntures e os bônus de subscrição; também os cupons, os direitos, os recibos de subscrição e os certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima referidos; os certificados de depósitos

⁸² Uma definição para *security*, com fulcro na jurisprudência dos Tribunais Norte-Americanos, seria “a transação em que uma pessoa investe seus recursos em um empreendimento coletivo, com a expectativa de obter lucro e cujos esforços advêm daqueles que lançaram o título de terceiros, mas nunca daquele que nele investiu” (EIZIRIK, Nelson. **Os valores mobiliários na nova lei das s/a**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 124, p. 72-79, out/dez. 2001, p. 78/79).

⁸³ Consoante art. 2º, § 1º, da Lei nº 6385/76, títulos cuja negociação é objeto de fiscalização por parte do Banco Central.

de valores mobiliários e as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou de clubes de investimentos em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos; e, quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante da prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Vê-se, portanto, que a atual redação do art. 2º da Lei nº 6385/76 não dá margem ao aumento do elenco de valores mobiliários, seja pelo Conselho Monetário Nacional, seja pela Comissão de Valores Mobiliários⁸⁴; haja vista que a flexibilidade do dispositivo “títulos e contratos de investimento coletivo”⁸⁵ não permite ou torna descabida a ampliação do rol de ativos tidos como valores mobiliários, mediante a edição de normas regulamentares. Agora, a lista referida no art. 2º da Lei nº 6385/76 é exaustiva e não mais exemplificativa.

O inciso I enumera os valores mobiliários de emissão das sociedades anônimas abertas, quais sejam, as ações, as debêntures e os bônus de subscrição. Os incisos II, III e IV, por sua vez, arrolam determinados direitos sobre estes títulos, emitidos por companhia ou instituição

⁸⁴ “Art. 2º - São valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei:

I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II – os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III – os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV – as cédulas de debêntures;

V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI – as notas comerciais;

VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”.

⁸⁵ Consoante art. 2º, IX, da Lei nº 6385/76.

financeira, como os certificados de depósito de valores mobiliários, portanto, também fiscalizados e disciplinados pela Comissão de Valores Mobiliários.

As cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimentos em quaisquer ativos, pelo disposto no inciso V, são, igualmente, valores mobiliários.

Esclareça-se que as cotas de clubes de investimento serão sempre tidas como valores mobiliários, ainda que a carteira do clube seja composta por papéis de renda fixa e títulos da dívida pública, por exemplo.

Diverso, no entanto, é o entendimento quanto aos fundos de investimento.

Tratando-se de um fundo cujos ativos sejam títulos incluídos no elenco de valores mobiliários, as cotas de sua emissão constituirão valores mobiliários para os efeitos da Lei nº 6385/76. Caso a carteira que compõe o fundo de investimento seja composta por títulos da dívida pública, suas cotas não serão consideradas valores mobiliários, e a fiscalização fica como incumbência do Banco Central, e não da Comissão de Valores Mobiliários.

O conflito acontecerá, por certo, nas situações de fundos de investimento financeiro com carteiras compostas por valores mobiliários e títulos da dívida pública: a competência de controle seria cumulativamente da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central.

As notas comerciais às quais se refere o inciso VI são indicadas por meio de norma regulamentar. Já os incisos VII e VIII consideram como valores mobiliários todos os contratos derivativos, quer os ativos de que *derivam* seja valores mobiliários ou não. Assim, tanto um contrato de opção de compra de ações como um contrato futuro de câmbio são tidos como valores mobiliários, por se tratar de *derivativos*.

A noção de *derivativo* não é jurídica: trata-se de termo traduzido literalmente do inglês⁸⁶, de uso corrente na prática dos negócios desenvolvidos em mercados futuros.

⁸⁶ *Derivative*.

Os derivativos são, genericamente, instrumentos financeiros formalizados em contrato, ou ainda dois contratos conexos, ou um título, cujo resultado é consequência de determinado ativo financeiro: a aquisição de ações preferenciais pode representar *derivativo*, a depender dos dividendos, cujo valor cotado, em princípio, constitui *ativo subjacente*.

No mercado de *derivativos* há quatro modalidades de negociações: acontecerão a termo, a futuro, com opções, com *swaps*.⁸⁷

Quando o contrato é fixado a termo, as partes se obrigam à compra e venda de determinada quantidade do ativo de uma companhia em determinada data futura, por preço predeterminado. Como valores mobiliários que são, estes contratos podem ser negociados em Bolsa ou no mercado de balcão.

Já os contratos futuros, ainda que apresentando características similares, são negociados somente em Bolsas, que estabelecem cláusulas obrigatórias, minuciosamente padronizadas.

No mercado de opções se negocia o direito de compra ou venda de determinados títulos. Este direito (de compra ou venda) que é denominado opção. O prêmio é o preço da opção, livremente negociado em pregão, que é pago pelo titular ao lançador, no dia da operação.

O contrato de *swap* constitui instrumento financeiro mediante o qual um tomador de recursos troca o tipo de fundo que pode obter com maior facilidade por outro, do qual realmente necessita. O *swap* é definido como o contrato mediante o qual as partes ajustam a permuta de fluxos de caixas futuros, de acordo com fórmula predeterminada.

Por fim, o inciso IX da Lei nº 6385/76, com a redação dada pela Lei nº 10303/01, com inspiração na noção de *security* do Direito Norte-Americano, estabelece que qualquer título ou contrato de investimento coletivo, desde que ofertado publicamente, constitui valor mobiliário.

⁸⁷ Consoante art. 2º, VII, da Lei nº 6385/76.

Diante desta premissa de que todo título ou contrato de investimento coletivo, ou mesmo as ações, debêntures e bônus de subscrição a que se refere o inciso I da Lei nº 6385/76, são controlados e disciplinados pela Comissão de Valores Mobiliários, depreende-se que também os interesses gerenciais internos dos acionistas de determinada companhia são objeto de tutela desta entidade autárquica.

Aliás, a partir da interpretação literal do inciso V do art. 8º da Lei que instituiu a Comissão de Valores Mobiliários⁸⁸, depreende-se que o legislador conferiu a esta autarquia o dever de proteção ao acionista minoritário; haja vista sua competência para “fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório”. Destaque-se, ainda, que a segunda parte do inciso acima transcrito evidencia que é atributo da Comissão de Valores Mobiliários a proteção aos interesses dos acionistas que estão alheios ao controle.

Contudo, as atribuições desta autarquia, consoante anteriormente explanado, restringem-se, basicamente, à fiscalização da qualidade das informações prestadas pela companhia ao mercado e da regularidade dos processos de emissão de títulos.

Pelo que se verifica da Lei nº 6385/76, as operações que impliquem manipulação de mercado, mediante criação artificial de preços, são ilícitas, sendo ainda vedada a utilização de informação privilegiada (*insider trading*)⁸⁹, aquela inacessível ao público porque originada internamente na companhia.⁹⁰

⁸⁸ “Art. 8º - Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

...

V – fiscalizar permanentemente as atividades e serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados” (Lei nº 6385/76).

⁸⁹ “...As práticas ilícitas, como o *insider trading* e a manipulação do mercado, não são corriqueiras, uma vez que a primeira se caracteriza através do uso de informações internas, que não sejam de conhecimento público, mas privilégio de pessoas que, dentro da companhia, estejam ocupando cargo ou posição de confiança, tendo acesso a informações restritas; a segunda se

Esclareça-se, no entanto, que a sociedade anônima está, sim, obrigada a divulgar balanços, balancetes e diversos outros demonstrativos contábeis, acompanhados de notas explicativas, de relatório da diretoria, de parecer dos auditores independentes e do Conselho Fiscal⁹¹ - realiza-se, então, o chamado *dever de informação* no mercado mobiliário, ou seja, o conhecimento público do conteúdo de documentos da empresa que deixam consignados atos e fatos, demonstrativos do panorama financeiro e econômico, de modo que seja possível ao investidor e acionista avaliar a realidade e perspectivas da companhia.

Da mesma forma deverá ser de domínio público toda e qualquer decisão tomada em assembléia geral, seja ordinária, seja extraordinária⁹²; também circunstâncias que possam afetar o preço atual ou futuro das ações em mercado.⁹³

constitui na criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preços, o que não se vislumbra costumeiramente, até pela circunstância da amplitude do mercado, grande quantidade de participantes e facilidade de informações, com constantes divulgações de balanços retratando as condições das empresas, dados a reduzirem, se não impossibilitarem, a prática antes referida” (ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 121, p. 160-181, jan/mar. 2001, p. 174).

⁹⁰ Consoante art. 18, II, b, da Lei nº 6385/76.

⁹¹ A periodicidade da divulgação das informações é estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários, consoante art. 4º, VI e art. 8º, III, da Lei nº 6385/76.

⁹² “...A informação divulgada segundo o critério legal (balanços e fatos relevantes) possuem analogia com os fatos “públicos e notórios”, tornando desnecessário o debate entre as partes envolvendo temas assim divulgados, por pressuposto seu conhecimento, ou, no mínimo, seu livre acesso a qualquer das partes negociantes” (ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 121, p. 160-181, jan/mar. 2001, p. 174).

⁹³ É cediço que preço é o valor pecuniário de um objeto, a quantia que alguém se dispõe a pagar por determinado produto ou serviço, que as partes, diante da oportunidade, da necessidade e da conveniência, arbitram como justo. O valor pode se dar com base em vários critérios: de estimação (cunho pessoal, afetivo); de face (nominal); histórico (critério contábil); de uso (utilidade); estratégico (circunstancial). Não existe imposição legal de identidade entre valor e preço, sendo o último definido pela “lei da oferta e da procura”.

Segundo Sérgio Varella BRUNA “a explicação da teoria dos preços tem como pedra fundamental o relacionamento das quantidades ofertadas e procuradas de um determinado produto no mercado, ou, em outras palavras, aquilo que se convencionou chamar de ‘lei da oferta e da procura’. O sentido da assim denominada lei é de conhecimento geral e não oferece qualquer complexidade científica: o preço dos bens de mercado varia em quantidade diretamente proporcional à intensidade da procura respectiva e inversamente proporcional à quantidade ofertada. Assim, quando há excesso de oferta

Muito embora a atuação da Comissão de Valores Mobiliários no âmbito das companhias abertas esteja se limitando a criar condições para a sua capitalização, depreende-se ser igualmente de sua responsabilidade a efetiva proteção aos acionistas minoritários e possíveis investidores, a exemplo da tutela do Poder Público aos interesses difusos.

Em que pese ser defeso à Comissão de Valores Mobiliários impor sanções ao acionista controlador ou à administração da sociedade anônima, ainda quando de flagrante afastamento entre a orientação interna empresarial e os fins próprios inerentes à companhia ou à comunidade⁹⁴ em que ela atua, a possibilidade de atribuir-se a esta entidade autárquica competência para, por exemplo, representar em Juízo os interesses dos acionistas minoritários lesados, ou para instaurar, *ex officio*, inquérito ou formular pedido de procedimento administrativo, implicaria a revisão de muitos princípios do direito privado, pois se estaria admitindo a tutela pública ostensiva aos conflitos internos de uma sociedade anônima.

Parece coerente pensar que a realização de *controle externo e interno* por parte da Comissão de Valores Mobiliários (atuando como se agência reguladora fosse) perante a sociedade anônima significaria efetiva proteção não só aos interesses dos acionistas não controladores, mas também em benefício da coletividade na qual se insere a empresa, fortalecendo, considerando tamanhas garantias, o mercado de valores mobiliários e, por conseqüência, estimulando a capitalização da companhia.

ou falta de procura, os preços caem, subindo quando houver maior procura ou diminuição de oferta” (BRUNA, Sérgio Varella. **O poder econômico e a conceituação de abuso em seu exercício**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1997, p. 18).

No mercado de ações, a composição dos preços não difere do conceito referido, flutuando a cotação dos ativos mesmo dentro do período de horas, o que torna impossível a equivalência entre valor patrimonial e preço de mercado.

⁹⁴ Entenda-se por comunidade a sociedade política.

5 O CONTROLE ACIONÁRIO

A fim de alterar a legislação societária em vigor, para garantir os direitos essenciais dos acionistas minoritários, considerando as diversas tentativas anteriores frustradas, foi editada a Lei nº 10303/01, cujo projeto veio pela mão do deputado Antônio Kandir, propondo: a reformulação da Comissão de Valores Mobiliários, dando a ela maior autonomia; a possibilidade de participação dos acionistas minoritários no Conselho de Administração ou no Conselho Fiscal, caso obtenham, individualmente ou em grupo, 10% (dez por cento) ou mais do capital social⁹⁵; a obrigatoriedade de remuneração do portador de ações preferências sem direito a voto pelo controlador, em pelo menos 3% (três por cento) sobre o patrimônio da ação, o chamado dividendo fixo⁹⁶, ou, se preferir, estender o prêmio na alienação do controle para os preferencialistas; e o dever do controlador em realizar oferta pública de venda ou recompra de ações sempre que o volume de papéis em circulação no mercado for inferior a 20% (vinte por cento) do capital social.⁹⁷ No caso de aquisição de ações ordinárias ofertadas, os minoritários devem ter tratamento igual ao do controlador.⁹⁸

Tomando-se por referência as reformas determinadas pela Lei nº 10303/01, depreende-se que tanto as recentes quanto as já havidas alterações da Lei nº 6404/76 têm por intuito a implementação do sistema de capitalização da companhia e a garantia dos direitos dos acionistas investidores, representados, em sua quase totalidade, pelos detentores das ações

⁹⁵ Consoante art. 141, § 4º, II, e § 5º, e art. 161, § 4º, 'a', da Lei nº 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10303/01.

⁹⁶ Consoante art. 17, § 1º, I, 'a', da Lei nº 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10303/01.

⁹⁷ Consoante art. 4º, § 6º, da Lei nº 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10303/01.

⁹⁸ Consoante art. 254-A da Lei nº 6404/76, com redação dada pela Lei nº 10303/01.

preferenciais; é mister compreender-se o que se pretende por *controle* e o que é *maioria e minoria* nas sociedades anônimas.

Quando na fase incipiente da formação do capitalismo, na qual as empresas eram de pequena dimensão e surgiam do gênio inventivo do empresário ou de sua pessoal capacidade de organização, ele detinha o poder decisório, pois dele pessoalmente dependia o sucesso dos negócios. Ao formar o capital da sociedade, o empresário não só guardava o privilégio das “patentes”, como também reservava para si a maioria do capital representado por ações, na velha fórmula dos cinqüenta por cento mais um.

A companhia surgiu no início do século XVII como privilégio concedido pelo Estado mediante lei especial e, até o fim do século XVIII, era instituto de Direito Público. A primeira Lei a discipliná-la como negócio jurídico de direito privado foi o Código de Comércio Francês de 1807, que regulou a sociedade anônima como um dos tipos societários, ao lado daquelas em nome coletivo e em comandita por ações, permanecendo, ainda, a subordinação da constituição da companhia à autorização administrativa.

O referido diploma dispôs acerca da divisão do capital em ações, da emissão daquelas ao portador, da transferência das nominativas, da responsabilidade limitada dos acionistas, da nomeação e responsabilidade dos administradores e da forma e publicidade dos atos constitutivos, que não permitiam dúvida sobre a natureza contratual do estatuto.

Após o Código de Comércio Francês, a disciplina legal das companhias se desenvolveu na França com base na experiência dos órgãos administrativos, que autorizavam a constituição das sociedades anônimas, e na resposta aos riscos e abusos observados na prática

das sociedades em comandita por ações, tipo societário mais comum e de preferência no século XIX.⁹⁹

Tal foi o sucesso das empresas constituídas pelo sistema do anonimato, como o mais genial meio de expansão do capitalismo, que a sociedade assentada sobre o sistema da propriedade privada dos meios de produção¹⁰⁰ transformou-se profundamente, alcançando os demais países da Europa e as Américas.¹⁰¹

⁹⁹ Na sociedade em comandita por ações os sócios respondem pelo preço das ações subscritas ou adquiridas, com responsabilidade subsidiária, solidária e ilimitada, dos diretores ou gerentes nomeados por prazo ilimitado pelas obrigações sociais. Destaque-se que neste tipo societário há apenas uma espécie de sócio, e os gerentes só poderão ser demitidos por deliberação de acionistas que representem, no mínimo, dois terços do capital social (consoante artigos 280 a 284 da Lei nº 6404/76) (DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos**. São Paulo: Saraiva, 1993. v. 4, p. 91).

¹⁰⁰ "...a descoberta da empresa como unidade produtiva, base afinal do capitalismo industrial e financeiro, põe em causa o grande problema do choque entre os controladores interessados em fortalecer a empresa e os especuladores e rendeiros interessados quase que exclusivamente nos dividendos.

Daí a inclinação do Poder Público em procurar proteger muito mais a empresa – e por via dela os controladores – do que os demais acionistas, visando assim a fortalece-la, às vezes, em detrimento das aplicações de capitais da grande maioria dos acionistas dispersa e sem coesão" (BULGARELLI, Waldírio. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998, p. 26).

¹⁰¹ Capitalismo "é um modelo de sistema econômico. Os sistemas econômicos podem ser classificados segundo a estrutura das relações de produção ou segundo os tipos de coordenação.

O sistema econômico pode encontrar suas variações na própria variação das relações de produção. Baseia-se, sob este viés, na composição das relações entre homens produtores e não-produtores, de modo que as forças produtivas possibilitam, ou não, reconhecimento da estrutura econômica vigente. Duas seriam as possibilidades: a primeira está em que o produtor possua as condições do trabalho e, por conseqüência, aproprie-se dos produtos. A titularidade coletiva das condições do trabalho também estaria enquadrada nesta possibilidade. A outra relaciona-se ao fato de que as condições de trabalho justifica ser ele o proprietário das condições de produção, dos produtos e do sobreproduto – diferença entre o que se gasta e o resultado.

Outro elemento diferenciador dos sistemas é a coordenação da atividade econômica. Quanto à coordenação, esta pode ser dos particulares, dos agentes das relações de produção. Nesta situação, o direcionamento da atividade é decidido pelos próprios componentes do processo, característica compatível com o sistema capitalista. Pode também a coordenação ser exercida por grupos ou pelo Estado, vale dizer, uma coordenação externa. Esta, por sua vez, pode variar, desde um sistema de controle absoluto, típico do sistema socialista puro, ou controle limitado a determinados aspectos – este modelo de controle limitado não é estranho à idéia contemporânea de capitalismo" (RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 58/59).

O crescimento das sociedades anônimas, a tecnologia e a necessidade de ampliação do capital atingiu o público, formando o que se convencionou modernamente denominar de “capitalismo popular”.

De fato, acompanhando a concentração de poder econômico, verifica-se a dispersão do capital que provoca, por sua vez, mudança fundamental no caráter da riqueza, na relação do indivíduo e seu patrimônio, no valor do poder e na natureza da propriedade. A dispersão do domínio, nas empresas propriamente ditas, pareceu inerente ao sistema das sociedades por ações, ou seja, o proprietário/acionista, quem aplica seus cabedais na sociedade anônima, deixa para outros a administração do capital investido, restando para si apenas a fruição dos resultados.

Ocorre que esta desintegração do direito de propriedade, representada na dispersão das ações, enseja os agudos problemas modernos do controle da gestão da empresa e do surgimento dos acionistas minoritários, inermes diante da tirania da maioria dominante.

As diretrizes de uma sociedade anônima são determinadas, consoante a Lei nº 6404/76, por meio da assembléia geral, que tem competência privativa para “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”, devendo, ainda, dentre outras atribuições, “eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia”.¹⁰² As metas da empresa são também alcançadas por meio da diretoria, órgão responsável pelas decisões negociais diárias atinentes à consecução do objeto da companhia e à execução das deliberações estabelecidas em assembléia geral.

Para as companhias abertas, para aquelas de capital autorizado e para a sociedade de economia mista somam-se, necessariamente, à assembléia geral e à diretoria o conselho de

¹⁰² Consoante art. 121 e art. 122 da Lei nº 6404/76.

administração, com competência, segundo o art. 142 da Lei nº 6404/76, para fixar a orientação geral dos negócios da sociedade anônima e para eleger, destituir e fiscalizar a atuação dos diretores. Destaque-se que, quando não existente ou não obrigatório à sociedade anônima o conselho de administração, estes atributos, delimitados no referido art. 142, competem à assembléia geral.

Verifica-se, então, que a orientação da atividade econômica de uma sociedade anônima é determinada por três órgãos distintos, conforme a natureza da decisão. Logo, detém poder na companhia quem controla a assembléia geral, a diretoria e o conselho de administração.

O art. 122, II, da Lei nº 6404/76¹⁰³, ao contrário do que se poderia esperar, legaliza e viabiliza a possibilidade de mando absoluto da sociedade anônima ao atribuir aos cargos de gestão da empresa¹⁰⁴ conotação semelhante àqueles em comissão (típicos do Direito Administrativo), pois a demissão *ad nutum* dos administradores reduz tal incumbência a cargo de confiança do acionista controlador. À medida que, em virtude do princípio majoritário, o controlador, licitamente, impõe sua vontade à assembléia geral, os ocupantes dos cargos de gestão, temerosos, acabam por representar extensão operacional dos interesses de domínio.¹⁰⁵

Enquanto a empresa típica do século XIX tinha seu capital constituído pela riqueza de um ou de poucos indivíduos que concentravam a propriedade do investimento, o controle sobre

¹⁰³ “Art. 122 – Compete privativamente à assembléia geral:

...

II – eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do art. 142;”

¹⁰⁴ Tanto à diretoria quanto ao conselho de administração.

¹⁰⁵ Tullio ASCARELLI sintetiza esta situação de poderio, entendendo controle, ainda que indiretamente, como “a possibilidade de uma ou mais pessoas imporem a sua decisão à assembléia da sociedade” (**Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 113).

ele e, como contrapartida, o risco inerente à atividade econômica a que se propunham eram suportados pelos próprios sócios/proprietários.

Já as companhias típicas do capitalismo atual agregam a riqueza de dezenas ou centenas de milhares de pessoas que detêm, cada qual, a propriedade de fração da sociedade e, portanto, parte (fração) do risco da atividade exercida, ao passo que a administração é exercida por gestor ou grupo determinado, alheio (ou relativamente alheio) a possíveis prejuízos (risco da atividade empresarial).

A Lei nº 6404/76, ao referir-se ao “acionista controlador”¹⁰⁶, acaba por definir o que se entenderia como *maioria* em uma sociedade anônima, ou seja, a “pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sobre controle comum”, com a titularidade do direito da “maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores”, usando tal prerrogativa com o fito de “dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.

Minoria, por sua vez, não exprime, como poderia parecer a princípio, relação numérica de inferioridade em assembléia geral de acionistas; traduz, sim, situação jurídica, correlação de direitos e deveres, *status* do sócio em relação à sociedade. *Minoria*, de conformidade com a Lei, representa atributo que é qualificativo, e não quantitativo, quase sempre composta por acionistas cujas ações não têm direito de voto, quais sejam, os representantes de ações preferenciais e ordinárias que não compõem o grupo de controle.

¹⁰⁶ Consoante art. 116 da Lei nº 6404/76.

Muito embora o art. 111¹⁰⁷ da Lei nº 6404/76 permita ao estatuto deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos que outorga às ordinárias, ainda assim garante àquelas os direitos estabelecidos no art. 109.¹⁰⁸

O art. 117, § 1º, da referida Lei¹⁰⁹, arrola, não taxativamente, as modalidades de exercício abusivo do poder de controle, compreendendo não só o abuso do direito de voto em assembléia geral mas, também, o abuso do poder verificado fora da reunião acionária,

¹⁰⁷ “Art. 111 – O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no art. 109”.

¹⁰⁸ “Art. 109 – Nem o estatuto social nem a assembléia geral poderão privar o acionista dos direitos de: I – participar dos lucros sociais; II – participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV – preferência para subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos arts. 171 e 172; V – retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei...”

¹⁰⁹ “Art. 117 – O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder.

§ 1º - São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação da companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover a alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim o interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembléia geral;

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar de nência que saibas ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade;

h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

§ 2º - No caso da alínea e do § 1º, o administrador ou fiscal que praticar o ato ilegal responde solidariamente com o acionista controlador.

§ 3º - O acionista controlador que exerce cargo de administrador ou fiscal tem também os deveres e responsabilidades próprios do cargo”.

mediante ordens e determinações impostas ao Conselho de Administração e/ou aos diretores. A expressão “acionista minoritário” referida nas alíneas deste dispositivo não se limita a abranger tão-somente os sócios detentores de ações apenas de fruição, mas também os titulares de ações ordinárias vencidas. A participação nos lucros ou no acervo da sociedade constitui direito essencial de todos os acionistas e o atentado contra esta garantia configura abuso de poder, qualquer que seja a espécie ou classe de ações, cujo titular venha a ser atingido ou prejudicado.¹¹⁰

O art. 117 acaba por esclarecer, didaticamente, a dicotomia havida entre os interesse do acionista controlador, que indiretamente dirige a sociedade anônima, e os não controladores, ou seja, todos os demais sócios. Verifica-se, portanto, aqueles que podem, potencialmente, perpetrar o abuso de poder e, conseqüentemente, aqueles demais que serão submetidos.

A Comissão de Valores Mobiliários, por meio da Instrução nº 361, de 05/03/2002, entende por acionista controlador a “pessoa, natural ou jurídica, fundo ou universalidade de direitos ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, direto ou indireto”, que “seja titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia”.¹¹¹

Por exclusão, acionistas minoritários seriam os titulares de ações em circulação no mercado, de todas as ações do capital da empresa, menos aquelas de propriedade do acionista controlador.

¹¹⁰ Consoante o art. 109 da Lei nº 6404/76, acima transcrito.

¹¹¹ Consoante art. 3º, IV, da Instrução nº 361, de 05/03/2002, da Comissão de Valores Mobiliários.

Assim como no art. 116 da Lei nº 6404, o art. 3º, IV da Instrução nº 361 esclarece que o acionista controlador é o detentor, é claro, de ações ordinárias (com direito a voto), distinguindo-o daquele minoritário sem qualquer ou insignificante poder indireto de gestão perante a sociedade anônima.

É cediço que as ações preferenciais (sem direito a voto) não têm o poder de controle; as ações ordinárias, que não aquelas de propriedade do acionista controlador, apesar da prerrogativa de voto, por constituírem minoria nas deliberações, também nada influem. Depreende-se, desse modo, que tanto aquelas ações quanto estas são minoria e seus titulares, por conseqüência, os acionistas minoritários.

A partir de interpretação literal da Lei nº 6404/76, perceber-se-ia a preocupação do legislador em resguardar os direitos de todos os acionistas, independente da espécie de suas ações, que viessem a ser prejudicados pela *maioria* – aquela parcela do quadro acionário capaz de formar, definir e controlar a vontade da sociedade anônima.

Todavia, mediante análise mais acurada, verifica-se que além do pleno poder sobre a administração, a Lei, por lacuna, permite ao acionista controlador destituir qualquer administrador em caráter discricionário, valendo-se da estrutura organizacional da companhia; este é o controle que se projeta para além do foro assemblear, impondo ao gestor uma força coativa de caráter permanente, que condiciona ou conduz a atividade dos administradores eleitos.

Portanto, a verdade é que se caracteriza a Lei nº 6404/76 como eminentemente oligárquica, com predomínio dos grandes acionistas controladores. Esta possibilidade é propiciada pelo próprio sistema legal: o controle acionário permite ou pode engendrar situação de domínio, ocultada entre a aparente soberania da assembléia geral dos acionistas e a suposta liberdade e independência dos administradores sociais.

Assim, o potencial de influência do acionista controlador representa o autêntico domínio sobre a companhia, de modo que a necessidade de reforma da legislação societária era e permanece iminente para assegurar o cumprimento da função social da empresa.

6 O DESVIO DE FUNÇÃO E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR

Em que pese ser inerente à atividade empresarial o cumprimento de função social, garantindo à coletividade o fornecimento de bens e serviços, de tecnologia, de emprego assalariado, de arrecadação fiscal etc., toda e qualquer sociedade comercial tem sua finalidade específica, justificativa de sua existência, qual seja: a lucratividade. Portanto, é com este objetivo que o administrador deve pautar a atividade da companhia, de modo a fazer cumprir os fins sociais, observando o estabelecido em estatuto, sem prejudicar ou favorecer a si próprio ou a terceiros, sob pena de ser responsabilizado pelos danos ou prejuízos causados por sua iniciativa, ou para os quais tenha concorrido de alguma maneira.

A responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas é regulada pela própria da Lei das Sociedades por Ações¹¹², que adaptou os princípios do regime geral da responsabilidade estabelecidos no Código Civil¹¹³ às peculiaridades da situação do administrador.

Na medida em que a doutrina faz distinção entre a administração *stricto sensu* ou administração interna e a representação da sociedade perante terceiros ou administração externa, diferencia também os respectivos poderes, apesar de que ambas encontram seu fundamento no dever de diligência, inerente a todos que detêm a incumbência de gerir patrimônios alheios. Esclareça-se que esta classificação doutrinária traz a lume duas ordens de interesses, a princípio distintos: aquele de cunho social (próprio e inerente à sociedade

¹¹² Lei nº 6404, de 15/12/76.

¹¹³ Responsabilidade por ato ilícito proveniente de conduta dolosa ou culposa que cause dano a outrem.

anônima) e aquele de terceiros (da Administração Pública, de credores, de toda a coletividade).¹¹⁴

Pelo disposto no art. 158 da Lei nº 6404/76, o “administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão”. Resguardadas as proporções, diferente não era o já revogado art. 10 do Decreto nº 3708, de 10/01/19, quanto à responsabilidade dos sócios-gerentes pelas obrigações assumidas em nome da sociedade por cotas de responsabilidade limitada.¹¹⁵

O que é contratado em nome da companhia, só a ela diz respeito, desde que não compareçam as hipóteses que descaracterizem o referido art. 158, como aconteceria caso a obrigação fosse contraída em nome da sociedade, mas para prestigiar o interesse de determinado sócio. Os atos praticados com regularidade, obedientes ao interesse e ao objeto social, representam manifestação da vontade não do administrador mas da própria sociedade anônima.

A regularidade da gestão implica a observância das regras legais estatutárias, pois, como é princípio inserto nos artigos 153 e 154 da Lei nº 6404/76, o administrador “deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”, exercendo “as atribuições que a lei e

¹¹⁴ O art. 138 da Lei nº 6404/76 atribuiu a administração da companhia ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. O primeiro possui funções deliberativas e de ordenação interna, ao passo que o segundo exerce atribuições efetivamente executivas. Portanto, os membros destes órgãos são os administradores regularmente investidos dos poderes de gestão e de representação da companhia (NEVES, Vanessa Ramalhete Santos. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Lúmen Júris. 2002, p. 40/53).

¹¹⁵ Com a superveniência do Novo Código Civil (Lei nº 10406, de 10/01/02) as “sociedades por cotas de responsabilidade limitada” passam a denominar-se, tão somente, “sociedades limitadas” e os então “sócios-gerentes”, doravante, a exemplo da Lei das Sociedades por Ações, são denominados “administradores”.

o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

O administrador diligente não será responsável pelos atos ilícitos de outros administradores, desde que os comunique à assembléia geral quando ciente, naturalmente, sob pena de caracterizar-se a solidariedade.¹¹⁶

Da mesma forma, se o dano à sociedade resultou de decisão tomada por colegiado, como é o caso do conselho de administração, o administrador que discordar da decisão deverá ter o cuidado e diligência de fazer consignar sua posição em ata, ou caso tal registro não se faça possível, promover a cientificação, por escrito, ao conselho fiscal ou à assembléia geral. Destaque-se que este registro isentará o dissidente de responsabilidade, em face de prejuízo que decorra da decisão adotada pela maioria.¹¹⁷

Também é excluído de responsabilidade, nos termos do art. 158, § 2º da Lei nº 6404/76, o administrador que, nas companhias abertas, não tenha incumbência específica de dar cumprimento aos deveres impostos pela lei para promover o funcionamento da companhia; a responsabilização, no caso, recairá somente aos administradores que tenham, especificamente em estatuto, tais responsabilidades por prejuízos que a empresa haja sofrido.¹¹⁸

Releva esclarecer, todavia, que não são apenas os atos regulares de gestão a causa da exclusão da responsabilidade: ao arguir-se a boa-fé em interesse da companhia, assim

¹¹⁶ Consoante art. 158, § 1º da Lei nº 6404/76.

¹¹⁷ Consoante art. 158, § 1º da Lei nº 6404/76.

¹¹⁸ A título de exemplo, a falta de elaboração ou publicação das demonstrações financeiras anuais enseja a responsabilidade solidária dos administradores, a quem não aproveitará a escusa de não lhe competir estatutariamente a obrigação não cumprida. Todavia, o § 3º do art. 158 da Lei nº 6404/76 determina que, nas companhias abertas, em que vigora o princípio da especialização das atribuições, o descumprimento de deveres legais que asseguram o funcionamento normal da companhia implica responsabilidade solidária apenas entre os administradores que possuam atribuição estatutária específica para cumprir aqueles deveres, ressalvado o disposto no art. 158, § 4º.

reconhecido pelo magistrado em juízo, exclui-se o administrador de toda e qualquer responsabilidade.¹¹⁹

Neste sentido, dispõe o § 6º do art. 159 da Lei nº 6404/76 que o “juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

Não obstante ao acima transcrito, é possível ao administrador, preventivamente, formular pedido de ação a fim de obter a declaração negativa de responsabilidade. Pelo disposto no art. 159 da Lei nº 6404/76, pode a assembléia geral deliberar quanto à formulação ou não de pedido de ação de responsabilidade civil em face do administrador.¹²⁰ Caso decidam negativamente, o pedido de ação poderá ainda ser formulado por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.¹²¹ Nesta hipótese, a sentença declaratória isentando o administrador prevenido de qualquer responsabilidade significaria ato de cautela perante a companhia.

Tendo-se claro que o prejuízo causado ao patrimônio social é condição para pedido de ação de responsabilidade em face do administrador, é razoável admitir que incumbe a ele – o administrador - a prova de que o ato praticado, ainda que resultando dano à companhia, visou ao interesse social, sendo difícil, na maioria das vezes, precisar as fronteiras entre os atos fraudulentos ou ineficientes, ou avaliar a diligência razoável durante a atividade de gestão da empresa.

¹¹⁹ Consoante art. 159, § 6º da Lei nº 6404/76.

¹²⁰ Doutrinariamente conhecida como ação de responsabilidade civil *ut universi*.

¹²¹ Doutrinariamente conhecida como ação de responsabilidade civil *ut singuli*. A Lei nº 6404/76 conferiu ao acionista minoritário legitimidade para formular pedido de ação para ilidir a impunidade do administrador, muitas vezes acobertada pela deliberação majoritária.

Portanto, o ônus da prova e eventual causa excludente de responsabilidade é do administrador. Ainda que o julgador tenha prerrogativa de liberdade na apreciação da prova, depara-se com cláusula geral de larga aplicação, qual seja, a alegação de boa-fé do ato de gestão, que, de regra, é suficientemente para se excluir de responsabilidade, ainda que comprovada a culpa do indivíduo.

É reconhecido que a sociedade anônima, como qualquer outra empresa, exerce função social, a par de se tratar de modo de organização patrimonial. Embora seja instrumento de atividade dirigida a certo fim - o lucro -, não se divorcia das relações com a comunidade onde está integrada.

Entenda-se por função social da propriedade o poder que o titular tem de dar ao bem determinado destino, de vinculá-lo a certo objetivo. O adjetivo *social* orienta a propriedade ao interesse coletivo e não àquele do próprio titular do bem: está-se diante de um poder-dever do proprietário, sancionável pela ordem jurídica.

A idéia de função social da propriedade passou a ser positivada com a promulgação da primeira Constituição Republicana Alemã, em Weimar, em 1919¹²², impondo deveres ao proprietário. Esclareça-se que função social da propriedade não se confunde com restrições legais ao uso e gozo dos próprios bens. Em se tratando de bens de produção, o poder-dever do proprietário é entendido como o poder-dever do titular do controle dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos. Destaque-se, novamente, que poder de controle não se

¹²² O art. 153 da Constituição de Weimar foi mantido, *ipsis verbis*, pela Constituição da República Federal Alemã, de 1949, em seu art. 14, 2ª alínea: "A propriedade obriga. Seu uso deve, ao mesmo tempo, servir o interesse da coletividade".

confunde com propriedade: não se trata de direito real, incidindo sobre determinado bem, mas de poder de organização e direção, que envolve pessoas e coisas.¹²³

A Lei nº 6404/76, conforme anteriormente explanado, atribuiu à sociedade anônima função social. O art. 116, parágrafo único, estabelece que “o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos diretos e interesses deve lealmente respeitar e atender”. O art. 117, § 1º, ‘a’, arrola como modalidade de exercício abusivo de poder do acionista controlador a orientação da companhia “para fim lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional”.

O idealismo dos dispositivos acima transcritos permanece ineficaz, porque a legislação e o próprio sistema empresarial não viabilizam a aplicação de sanções adequadas ao acionista infrator.

O abuso de não-utilização de bens produtivos, ou de sua utilização imprópria, deveria ser sancionado adequadamente, mas não em prejuízo ou comprometendo a propriedade destinada à coletividade, visto que não se pode desprezar a força produtiva daqueles que ali, na empresa, trabalham e, muito menos, o interesse daqueles que nela investiram.

O poderio que adquiriram as sociedades anônimas, sua eficiência no processo de desenvolvimento econômico, explica e justifica o interesse geral em fiscalizá-las e protegê-las, em educar o empresário e induzi-lo à melhor utilização de sua propriedade/empresa, em

¹²³ A confusão entre poder de controle e propriedade é próprio do Capitalismo, pois o poder de controle empresarial funda-se na propriedade do capital ou dos títulos-valores representativos do capital da empresa (COMPARATO, Fábio Konder. **Função social dos bens de produção**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 63, p. 71-79, jul/set. 1986, p. 77).

incentivar e garantir ao investidor o retorno do capital aplicado em ações da companhia, permitindo ao administrador a gestão imparcial aos interesses da empresa e da coletividade. Diante desta premissa, mais do que inerente à própria companhia, a responsabilidade do administrador e/ou do acionista controlador é de ordem pública, posto que o reconhecimento de culpabilidade é de interesse de toda a sociedade política.

Assim, em que pese as recentes alterações da Lei das Sociedades por Ações, não constitui qualquer exagero afirmar que a reforma deveria contemplar um agravamento eficaz das responsabilidades do administrador, como fórmula de coibir os abusos freqüentes, de difícil ou impossível prova, principalmente em face dos acionistas não controladores, no mais das vezes os principais prejudicados.

É essencial para a sociedade anônima conjugar estreitamente o interesse social com o interesse privado, de forma a assegurar a prosperidade da sociedade com a satisfação dos interesses razoáveis e naturais de seus acionistas.

A má gestão de uma grande companhia pode produzir reflexos na economia de um país, dando causa às crises¹²⁴, e repercutindo intensamente em muitos outros setores essenciais.¹²⁵

Dessa forma, as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo auto financiamento da companhia – exigem, então, fiscalização pública e impõe o dever de intensa publicidade dos atos de gestão em favor dos sócios e da coletividade.

¹²⁴ Crise econômica e financeira, crise política e institucional, crise de investimento e de confiança.

¹²⁵ O crescimento das sociedades anônimas justifica o interesse público; haja vista que esta instituição alberga infinidade de pessoas: acionistas, fornecedores, consumidores, credores, empregados, revendedores, distribuidores, financiadores etc., grupos de significado excepcional para a ordem e a tranquilidade social.

7 A SUPREMACIA DO INTERESSE PÚBLICO NA MACROEMPRESA

A nova dimensão das transnacionais ou das maiores companhias estatais conduziu à criação de nova unidade no sistema político, econômico e social, pelo simples fato de se tratar de entidades que, dado o seu porte, faturamento e diversificação de atividades, representam grande poder de influência na sociedade, em cotejo com o poder dos próprios Estados Soberanos.

Somente no século XX é que houve a difusão legislativa da empresa como sujeito de direito, estruturando-se como sociedade, dotada de direitos, obrigações e interesses.

Consoante anteriormente explanado, a estrutura societária corresponde a um meio instrumental da organização do poder do acionista controlador. Nem mesmo a distribuição de competências, como a de representar a companhia, exclusiva dos diretores, é capaz de encobrir a realidade do poder de domínio na sociedade anônima.

Aliás, tendo em vista a função eminentemente social da empresa (entenda-se, aqui, não apenas as companhias), justo é, pois, que esta pessoa jurídica não venha a ser prejudicada por atos irresponsáveis ocorridos por interesse do sócio/acionista controlador, inclusive quanto àqueles específicos para lesar credores. Desse modo, se evidenciada tal intenção fraudulenta, não há que se falar em responsabilidade objetiva da empresa ou solidária dos sócios. Conforme já explanado, tanto a sociedade anônima quanto aquela de pessoas é fonte incontestável de empregos, de arrecadação fiscal, de tecnologia, isto é, proporciona inúmeros benefícios à coletividade. Portanto, a aplicação da teoria da desconsideração da pessoa jurídica permite alcançar diretamente a pessoa do sócio ou controlador, responsável único (quem sabe até objetivamente) pelo ato contrário ao contrato, à Lei ou abusivo. A empresa,

pessoa independente da dos seus sócios e controladores, não deveria ser responsabilizada por ato que não tenha dado causa, sob pena de se estar prejudicando, indiretamente, toda a coletividade.¹²⁶

Se as grandes companhias abertas não atendem à sua função social preconizada na Lei nº 6404/76, pois não querem o sacrifício do interesse societário em detrimento ao da coletividade, as entidades paraestatais, em tese, cumpririam sua obrigação legal, uma vez que se tratam de pessoas jurídicas de direito privado, criadas ou autorizadas a funcionar por lei especial para o desempenho de certas funções de interesse coletivo, daí o porquê dos atos de seus dirigentes, quando exercidos com abuso, sujeitarem-se ao mandado de segurança e à ação popular.

A paraestatal é, destarte, um ente de caráter social, senão público¹²⁷, podendo valer-se até mesmo de certos privilégios (imunidade tributária¹²⁸, foro privativo, prazos judiciais dilatados) e de prerrogativas (arrecadação e taxas ou contribuições parafiscais) inerentes ao Estado, caso a lei de sua criação os preveja, desde que tais vantagens não sejam dirigidas à dominação de mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrários dos lucros.¹²⁹

¹²⁶ Para Luciano AMARO, a desconsideração da personalidade jurídica é também associada à existência de controle societário, “na medida em que a vontade da empresa é identificável à vontade do seu controlador, que pode, dessa forma, utilizá-la abusivamente. Porém, entendemos que isso não pode levar a que a controlada seja responsabilizada por obrigações do controlador; o limite de repercussão da responsabilidade do controlador no patrimônio da controlada é cota-parte desse patrimônio pertencente ao controlador, representada, porém, pelos títulos ou direitos de participação societária (ações ou quotas) e não pelos bens que integrem o ativo da pessoa jurídica. Mas, para isso, não é necessário (nem é possível, a nosso ver) aplicar a doutrina da desconsideração” (**Desconsideração da pessoa jurídica no código de defesa do consumidor**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 88, p. 70-80, out/dez. 1992, p. 74/75).

¹²⁷ MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 25.ed. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 333.

¹²⁸ “As empresas públicas e as sociedades de economia mista não poderão gozar de privilégios fiscais não extensivos às do setor privado” (consoante o §2º do art. 173 da Constituição Federal).

¹²⁹ Consoante art. 173, § 4º da Constituição Federal.

Dentre as entidades paraestatais, a Lei nº 6404/76 dá especial destaque à companhia de economia mista: o art. 238 da referida Lei dispõe que a pessoa jurídica que controla a sociedade de economia mista tem os mesmos deveres e responsabilidades do acionista controlador¹³⁰, podendo orientá-la de modo a atender ao interesse público que justificou sua criação.

Parece, no entanto, abstrata ou incongruente a segunda parte do artigo supracitado, pois pretender que o interesse da empresa coincida sempre com o interesse público é ignorar a realidade oscilante do regime capitalista.

Se não bastasse, nas sociedades de economia mista o interesse público é sempre convenientemente interpretado como interesse do Estado ou mesmo do Governo, fato evidenciado, a título de exemplo, quando da edição da Lei nº 7958/89 (“Lei Lobão”) e na Medida Provisória nº 1179/95 que suspendia o direito de retirada dos acionistas de instituições financeiras beneficiadas com o PROER, nos casos de cisão, fusão, incorporação e formação de grupo societário, sob o argumento de que se poderia colocar em risco as atividades dessas empresas. Havia suspenso, ainda, a oferta pública em transferência de controle. Esta supressão, exaustiva e expressa, de direitos essenciais beneficiava diretamente os controladores dos bancos e confiscava as garantias dos pequenos acionistas que ali teriam investido suas poupanças. É o poder das sociedades políticas, onde há prevalência da execução da vontade macroeconômica do Governo em detrimento dos interesses sociais da própria companhia e de seus acionistas.

Deve-se destacar, ainda, que a própria Constituição Federal expressamente determina que, nos casos de necessidade ou utilidade públicas, ou de interesse social, a expropriação por

¹³⁰ Consoante art. 116 e art. 117 da Lei nº 6404/76, anteriormente comentados.

ato do Estado ocorrerá mediante o pagamento de indenização justa.¹³¹ Assim, tanto as companhias particulares quanto (mais) de economia mista deveriam atender ao preceito constitucional.

Outro exemplo de conduta suspeita do administrador e que contraria interesse da minoria existe quando da fixação do valor dos intangíveis da empresa, constituintes de seu aviamento ou *goodwill*. A empresa mercantil não é coleção estática de bens econômicos, mas organismo produtor de lucros. O alcance da participação social não se esgota no valor, ainda que de mercado, dos bens que a compõem, mas se estende, por igual, às suas perspectivas de lucratividade e ao incremento patrimonial.

A Lei nº 6404/76 disciplina este elemento econômico ao regular os investimentos de capital.¹³² Nas subscrições para aumento de capital, tendo em vista que novos investidores podem vir concorrer com antigos acionistas na partilha dos resultados futuros, exige a referida Lei que o preço de emissão das ações seja fixado em função das perspectivas de rentabilidade da companhia.¹³³ Na compra, por companhia aberta, do controle de outra sociedade mercantil, resguardam-se os interesses da minoria da companhia adquirente, reconhecendo-se-lhe o direito de recesso, caso o preço de compra e venda do pacote de controle exceder em 150% (cento de cinquenta por cento) o valor médio do lucro líquido por ação ou quota adquirida, nos dois últimos exercícios, como anúncio presuntivo da lucratividade futura.¹³⁴

Não há, pois, como privar o acionista excluído da companhia pelo resgate abusivo de suas ações da justa participação neste sobrevalor empresarial. Vale a pena assinalar que a

¹³¹ Consoante art. 182, § 3º da Constituição Federal.

¹³² Consoante Capítulo XIV da Lei nº 6404/76.

¹³³ Consoante art. 170, § 1º da Lei nº 6404/76.

¹³⁴ Consoante art. 256, § 2º da Lei nº 6404/76.

doutrina¹³⁵ e a jurisprudência¹³⁶ italiana têm entendido pela inclusão do valor do aviamento à quota-parte do sócio, em todos os casos ditos de dissolução da relação societária.

Uma maneira indireta de se identificar, *grosso modo*, o valor do aviamento consiste na verificação de ofertas de aquisição do controle, as quais contenham ágio ou sobrepreço relativamente ao valor patrimonial (contábil ou de mercado) das ações componentes do bloco de controle.¹³⁷

O resgate abusivo de ações, privando o acionista dissidente da justa participação do aviamento, demonstra que a sofisticação da organização estrutural da sociedade acaba sendo dirigida para prejudicar direitos essenciais das minorias acionárias.¹³⁸ É a constatação frustrante de que a lei repressiva e a lei processual são incapazes ou insuficientes para abarcar a complexa realidade em que opera a chamada macrocriminalidade.

A realidade econômica demonstra que os abusos de poder, como, de resto, a generalidade das hipóteses legais da denominada criminalidade econômica, são crescentemente praticados de forma indireta, iludindo as evidentes prescrições legais, com a reconhecida dificuldade em se comprovar, de forma cabal, a ilicitude cometida. A maior dificuldade da Justiça contemporânea, seja jurisdicional ou administrativa, está precisamente na produção de evidências formais das violações à Lei.

Pelo que se depreende da Lei nº 6404, o legislador de 1976 procurou a correspondência entre o poder e a responsabilidade do acionista controlador, não apenas enumerando, no § 1º do art. 117, as modalidades mais freqüentes de exercício abusivo do poder, mas prescrevendo, no *caput* do artigo, a responsabilidade do acionista controlador pelos danos causados por estes

¹³⁵ MARZIALE, Giuseppe. **Codice delle società**. 5.ed. Milão: IPSOA, 1980, p. 153.

¹³⁶ FERRI, Giuseppe. **Le società**, 3.ed. Turim: UTET, 1987, p. 239.

¹³⁷ Consoante artigos 254 e seguintes da Lei nº 6404/76.

atos, se não também, no parágrafo único do art. 116, prescrevendo a ele certa conduta que, se não é eficaz do ponto de vista prático, ao menos se mostra altamente altruísta, pois alude à função social da empresa em deveres e responsabilidades.

O primeiro e mais evidente limite ao exercício do poder, em qualquer tipo de sociedade, política ou privada, é dado pelos direitos fundamentais do sócio ou acionista. Aliás, toda organização de poder existe com o fim precípua de preservar direitos. Na sociedade mercantil não se pode falar em direitos naturais dos sócios, anteriores à constituição social. Deve-se, porém, frisar que, sem o respeito a certas prerrogativas pessoais elementares, não há sociedade, pura e simplesmente. O *status socii* supõe o reconhecimento primário de determinados direitos e poderes – como o de participar dos resultados do exercício e do acervo social em caso de liquidação. Por este motivo, dispõe a Lei que nem o estatuto nem a assembléia geral podem eliminar os direitos essenciais do acionista, ou os meios, processos ou ações tendentes a assegurá-los (art. 109).¹³⁹

A Lei nº 6404/76 dispõe, como anteriormente explanado, que o acionista controlador tem deveres e responsabilidades não apenas para com aqueles que trabalham ou investem seus cabedais na sociedade anônima, pois as dificuldades econômicas, financeiras, técnicas, tecnológicas e gerenciais preocupam, por igual, ao Poder Público e à coletividade e é evidente que acima do interesse privado está o interesse social da preservação e desenvolvimento da empresa.

É mister reorganizar toda a estrutura jurídica empresarial, assegurando, de um lado, o equilíbrio dos mercados com a efetiva aplicação da Lei nº 8884, de 11/06/94, que regula e garante o direito constitucional à livre-concorrência (em seu sentido técnico e jurídico) e, de

¹³⁸ Consoante art. 109 da Lei nº 6404/76, anteriormente transcrito.

¹³⁹ Consoante art. 109 da Lei nº 6404/76.

outro, definindo as responsabilidades por ilicitudes, o que implica não só acelerar a repressão ao crime econômico como também rever a responsabilidade civil, tal como regulada pela Lei nº 6404/76.

No campo específico da livre-concorrência, a par da ativação e modernização do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, que atualmente vem sendo empreendida ante a edição da referida Lei de 1994, parece ser imprescindível repensar os princípios da atuação intervencionista do Poder Público.

Sem poder inibitório, o CADE corre o risco de não poder cumprir suas funções de intervir na ordem econômica para paralisar as formas do abuso do poder. Configuradas materialmente as infrações à Lei, isto é, se consumados tais fatos atentatórios à concorrência e ao interesse público, os efeitos danosos serão de difícil ou impossível reparação, ainda que haja intervenção ou a própria liquidação judicial - as penalidades administrativas tornar-se-ão inócuas ou absolutamente irrelevantes.

Imprescindível, também, seria a transposição do conceito de poder cautelar, tão bem elaborado pela experiência processual, para os limites do direito administrativo dito de polícia ou disciplinar, com a finalidade de suprimir as conseqüências do *periculum in mora*.

Deve-se, assim, estabelecer eficiente poder inibitório, capaz de exterminar os perigos representados para a ordem jurídica por práticas em fase de consumação que tendam, ou possam tender, ao domínio dos mercados, à eliminação da concorrência ou ao aumento arbitrário de lucros, em detrimento da função social inerente a toda empresa.

8 A HEGEMONIA DA MACROEMPRESA

Os primeiros delineamentos da estrutura e organização das sociedades por ações foram traçados nos descobrimentos e colonização das Américas, marco inicial da história moderna.

De fato, já as companhias coloniais traziam características fundamentais hoje peculiares à sociedade anônima e que se distinguiram entre os demais tipos societários: era reconhecida a responsabilidade limitada dos sócios e a divisão do capital em ações, possibilitando a participação de vários sócios em títulos facilmente circuláveis, com indiferença à pessoa do acionista para a caracterização jurídica da empresa.¹⁴⁰

Com o desenvolvimento da associação de pessoas a partir da necessidade de novas técnicas de trabalho ou por interesse econômico, as pequenas companhias perderam suas identidades individuais ou familiares e, por conseqüência, abriram o respectivo capital: empregados e dirigentes passaram a participar mais ativamente da constituição e manutenção da empresa, mudança esta que ocasionou a descentralização da figura do dono/gestor, repercutindo diretamente na forma de comando, para se tornar menos autoritária e mais consensual.

A fim de melhor atender à necessidade de desenvolvimento econômico, a companhia organizou-se, ainda, criando diferentes classes de ações e diferentes órgãos sociais com suas respectivas funções; estabeleceu o conceito de exercício social e de repartição periódica dos lucros; delimitou as características da responsabilidade limitada e elaborou o conceito de capital social. Por sua própria estrutura, a sociedade anônima se firmou como o tipo societário

¹⁴⁰ ARRUDA, Maria Clara da Silveira Villasboas. **Companhia aberta x companhia fechada.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 65, p. 42-63, jan/mar. 1987, p. 45.

de predileção para a constituição da grande empresa capitalista e, com efeito, cresceu com este sistema, bem se adaptando à mobilização de investimentos por parte de vastas camadas da população.

A profissionalização da gestão, a maior sofisticação das técnicas utilizadas na produção e a progressiva robotização acarretaram alterações no nível educacional, social e econômico da coletividade sede de grandes e modernas sociedades anônimas, pois é cediço que o aperfeiçoamento constante de um indivíduo resulta na possibilidade de contratação, ascensão, competitividade e manutenção profissional.

Essas mudanças de paradigmas estão a justificar que a empresa não mais se identifique exclusivamente com seu proprietário ou controlador, mas represente também sua diretoria, seus executivos, seus técnicos, seus trabalhadores, ou seja, as equipes e os equipamentos que a constituem.

Atualmente, além do capital e do trabalho, considera-se, também, fator de produção, dando a ele a maior relevância, o saber, ou seja, a tecnologia que assegura a produtividade da empresa, isto é, a sua existência (realidade e futuro), abrangendo tanto as técnicas industriais e comerciais como aquela de gestão.

Portanto, a partir de análise contextual contemporânea, não há possibilidade de distinguir-se o econômico do social, pois ambos os interesses se encontram e se compatibilizam na empresa, núcleo central da produção e da criação da riqueza, que deve beneficiar tanto o empresário como os empregados - a própria sociedade de consumo. É indubitável, da mesma forma, que são os lucros do agora que, desde logo, asseguram a melhoria dos salários e ensejam a criação dos empregos vindouros.

Para o empresário, o ciclo da revolução tecnológica iniciado com a máquina a vapor e findado com a utilização da energia atômica e a introdução da informática, provocou uma

nova revolução industrial, com repercussões na economia, nas relações humanas e na própria estrutura da empresa. A globalização da economia, a velocidade crescente dos fatores econômicos, a incerteza generalizada, a multiplicação, em progressões geométricas, das operações permitidas pelo uso do computador exigem do administrador contemporâneo espírito empresarial.

A macroempresa envolve um tal número de interesses e de pessoas (empregados, acionistas, credores, distribuidores, consumidores, intermediários, usuários), um centro de poder tão grande, que a sociedade política pode e deve cobrar-lhe um preço em termos de responsabilidade social.

Somente a educação e formação de empresários, técnicos e trabalhadores possibilitam o progresso e o desenvolvimento da humanidade.¹⁴¹

A realidade demonstra que o crescimento econômico dos Estados, possibilitado pela macroempresa por meio do conhecimento e da aquisição de tecnologia, culminando na integração econômica, traz, em contrapartida, a deterioração do conceito de soberania, bem como uma profunda transformação na tutela de muitas das garantias individuais e coletivas, direitos estes antes integralmente de responsabilidade do Ente Público.¹⁴²

¹⁴¹ Muitos dos direitos individuais e coletivos previstos no art. 5º da Constituição Federal só poderão ser viabilizados se interessantes à macroempresa, sobretudo se necessitam de disponibilidade econômica, cada vez mais escassa aos países periféricos.

¹⁴² "...Essas empresas globais, que já assustam com seu tamanho atual, tendem a se tornar ainda maiores, comprando empresas concorrentes ou se unindo a elas, e a tendência é a intensificação desse processo nos últimos anos. As empresas que hoje vemos possuem faturamento anual superior ao PIB de muitos países (caso da GM, que em 1997 teve um faturamento de 178 bilhões de dólares, quase duas vezes o PIB de Cingapura), e empregam um número fabuloso de funcionários (a Ford Motor possui um quadro de 363.000 funcionários)" (ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. **Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 117, p. 157-162, jan/mar. 2000, p. 159).

Neste momento, sem ousar estabelecer qual seria o conceito de Estado¹⁴³ (haja vista que este não é o intuito do presente trabalho), ciente ainda de que diversas são as teorias que estabelecem diferentes concepções e papéis, variando de acordo com o contexto histórico, ordem política ou ideológica¹⁴⁴, tentar-se-á delimitar suas funções peculiares, com fulcro na Doutrina Clássica do Direito.

É função do Estado a manutenção da ordem, a promoção do progresso e a realização do bem público. Fala-se de governo hegemônico, mais forte que seus cidadãos e instituições públicas ou privadas, capaz de valer-se da coerção para alcançar o bem estar comum, assim reconhecido perante a sociedade internacional.

Ainda neste discurso de exaltação, o Estado não hegemônico não é propriamente Estado. Por não poder cumprir com seus deveres fundamentais acabaria em completa anarquia, um caos, situação de desconforto e insegurança para seu povo, que implicaria sua conquista e/ou extinção.

Diante do enfraquecimento do Estado frente à ascensão da macroempresa, agente propiciador da integração dos países em blocos, compromete-se também o poder coercitivo público que garante a manutenção dos princípios básicos para a convivência adequada dos diversos interesses, sejam econômicos, sejam sociais, que se interpenetram uns com os outros. Ao que parece, a possibilidade de equilíbrio estaria ao alvedrio do empresário/empreendedor, aquele com senso político e exata e dinâmica compreensão das necessidades individuais e coletivas, dos seus empregados, no mercado nacional e externo agora globalizado.

¹⁴³ Para Irineu STRENGER “Estado é uma coletividade humana, situada em um espaço determinado, dotado de sistema de governo, da personalidade jurídica internacional e da soberania” (**Relações internacionais**. São Paulo: LTr, 1998, p. 165).

¹⁴⁴ HALLIDAY, Fred. **Repensando as relações internacionais**. Porto Alegre: Editora da Universidade/UFRGS, 1999, p. 91/97.

É cediço que o sistema capitalista é marcado pela desigualdade entre aqueles que têm ou não acesso aos bens de consumo, em maior ou menor proporção, que refletem o desenvolvimento econômico e político de cada Estado.

Com fulcro nesta disparidade de riquezas, caracterizar-se-á a integração econômica em um sistema aristocrático, realidade ainda mais viável para o domínio da elite e extermínio e/ou conquista dos Estados periféricos, reduzidos a meros fornecedores de recursos naturais, sem qualquer embargo legislativo ou diplomático para exploração.¹⁴⁵

Neste momento é oportuno esclarecer que o termo elite, muito embora usado como sinônimo de Estados desenvolvidos (G-7), quer se referir a *status* de poderio econômico, condição esta alcançada por determinados países por serem a sede principal das macroempresas, que naquele território centralizam suas riquezas. Em geral, todas as transnacionais são oriundas dos Estados desenvolvidos.

Portanto, a descaracterização do Estado hegemônico não ocorre exclusivamente na periferia. É um efeito que se estende também aos centros; haja vista que mesmo ricos, dependem totalmente da circulação de capitais possibilitada pela macroempresa.

Outro fator, não menos relevante para o enfraquecimento do Estado Soberano, seja ele desenvolvido ou não, é a própria estrutura de controle ou administrativa dos blocos econômicos.

¹⁴⁵ Samuel Pinheiro GUIMARÃES, referindo-se à OTAN, AIEA, G-7, OMC, FMI, NAFTA e CEE, alerta que “no seio de tais organizações se desenvolve, sob a liderança dos países que integram aquelas estruturas hegemônicas, um esforço de elaboração de normas, com suas respectivas sanções, de comportamento internacional (e, hoje, crescentemente nacional) que seria “permitido”, ou seja, “legal”. A participação da maioria dos países de periferia nesse processo não só é considerada essencial, como chega a ser “exigida”: não porque tomem parte efetivamente da elaboração ou “aperfeiçoamento” daquelas normas mas, sim, para dar legitimidade e validade universal a tais normas e à eventual aplicação de sanções “internacionais” contra os infratores”.

“De um lado, essa normas de conduta refletem a força relativa dos diversos integrantes daquelas estruturas hegemônicas e regulam suas relações dentro das estruturas, de seu poder e dos benefícios delas decorrentes para as sociedades dos Estados centrais que as integram” (**Quinhentos anos de periferia**. Porto Alegre/Rio de Janeiro: Editora da Universidade/UFRGS, 1999, p. 32/33).

Em linhas gerais, eis alguns dos postulados comuns aos blocos econômicos em processo de formação: a) a eliminação de tarifas aduaneiras e limitações quantitativas à importação e exportação de mercadorias, assim como quaisquer medidas de valor equivalente entre Estados membros; b) a criação de tarifa e de política comercial perante terceiros (isto é, não membros de um mesmo Bloco); c) a eliminação de todas as restrições à livre circulação de bens, serviços e capitais entre seus integrantes; d) a instituição de política agrícola e de transportes comum; e) a criação de sistema que proteja a concorrência dentro do mercado integrado; f) a aplicação de procedimentos que possibilitem coordenar a política econômica dos Estados e afastar problemas no equilíbrio de suas balanças de pagamentos; g) a harmonização das normas jurídicas internas dos Estados membros, quando se faça necessário para o regular funcionamento do Mercado Comum; h) a criação de Fundos de Investimento que possibilitem emprego aos trabalhadores e que contribuam para elevar seu nível de vida; i) a criação de Banco de Investimentos para facilitar a expansão econômica da respectiva comunidade por meio de absorção de novas oportunidades e; j) a associação de domínios de países ultramarinos para o aumento do comércio e promoção do desenvolvimento econômico e social.¹⁴⁶

Mais que o fim das barreiras alfandegárias, das fronteiras, que possibilitarão a livre circulação de bens, serviços e capitais em determinado bloco econômico, estes tantos objetivos, arraigados de ideologias do sistema capitalista, demonstram a instauração de um processo de massificação global. Doravante a humanidade estará sujeita aos mesmos produtos, aos mesmos serviços, às mesmas informações, às mesmas publicidades, aos mesmos ícones culturais.

¹⁴⁶ RATTI, Bruno. **Comércio internacional e câmbio**. 10.ed. São Paulo: Aduaneiras, 2000, p. 469.

Então, muito mais que a uniformização do gosto, a integração, alterando as concepções de tempo e espaço, interferirá em valores culturais que até então diziam respeito a determinado Estado.

Em outras palavras, a curto prazo o processo de integração, incentivado pelo Liberalismo econômico, ápice da descaracterização do Estado hegemônico em face da atividade privada, representada pela macroempresa, acarretará o desmantelamento da cultura inerente a cada povo. Os cidadãos denominados brasileiros, mexicanos, portugueses *et cetera* passarão a ser, simplesmente, consumidores¹⁴⁷ alienados produzidos em série.

Naturalmente não é de se defender uma involução ao Estado intervencionista, que seria o outro extremo da realidade *liberal* agora vivenciada.¹⁴⁸

Uma peculiaridade inerente à constituição da macroempresa, conforme anteriormente exposto, é que todas, indistintamente, realizam função social, qualidade esta que as aproxima das finalidades inerentes ao Estado hegemônico.

¹⁴⁷ “Ao nos referirmos às noções de estratégia e táticas políticas, portanto, estamos propondo para a capacidade de certos agentes coletivos de visualizar objetivos globais e operacionalizar a condução das ações requeridas em todos os campos para alcançar suas metas, face à resistência de forças sociais e políticas adversas. Apontamos também para o esforço de apreensão da textura inteligível do todo político, o que implica numa proposta de interpretação das relações de força, isto é, uma proposta de ação, prescrição, construção modelar e explicação normativa, no qual ideologia e racionalidade de ação fundem-se “miticamente” (DREIFUSS, René Armand. **A internacional capitalista – estratégia e táticas do empresariado transnacional (1918-1986)**. 2.ed. Rio de Janeiro: Espaço e Tempo, 1987, p. 23).

¹⁴⁸ Falando da atuação reguladora do Estado, Marcia Carla Pereira RIBEIRO esclarece: “Não se trata de um retrocesso. Não significa o retorno ao Estado espectador, chamado a intervir apenas de forma corretiva, como já se concebeu nos Estados liberais. Fala-se do Estado atuante, forte em seu poder de produzir leis, modificar sistemas, consagrar princípios.

Capitalismo e intervenção sempre estiveram ligados. O capitalismo teve por pressuposto a atuação estatal e dela depende para sua conservação. O Estado foi e é essencial ao capitalismo, sobretudo na prestação de serviços públicos, como na área dos transportes. O sistema de produção capitalista necessita de condições aptas, conjuntamente à titularidade privada dos meios de produção, a gerar uma economia de mercado. Depois da oferta estrutural, ainda não poderá prescindir da manutenção da atuação reguladora: regular não para impedir que prevaleçam os interesses do mercado, mas a serviço deste” (**Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 178).

Com a promulgação de Leis supranacionais que garantam a opressão aos crimes de ordem econômica, com a imposição de penas pecuniárias significativas quando comparadas ao porte da companhia incidente, estabelecer-se-ia uma forma de atuação aos Estados, ainda que membros fossem de um mercado comum, com poder de controle sobre as atividades empresariais que tivessem o fito de lucro abusivo, em prejuízo ao bem público ou aos interesses dos cidadãos.

Cabe ao Estado, ainda que enfraquecido ou desprovido de muitas de suas funções, resgatar ou fazer valer à macroempresa a realização de interesses coletivos em detrimento da busca abusiva e desenfreada de lucro, objetivo da elite dominante.

9 A ATIVIDADE ECONÔMICA DO ESTADO EMPRESÁRIO

A transição da sociedade agrária do início do século XX, quando a família era a célula propulsora da Economia, para a realidade urbana, vinculada à industrialização e ao comércio, com a conseqüente mobilidade dos indivíduos à busca do emprego e bem-estar, foi surpreendente: os brasileiros não estavam culturalmente preparados para tamanha mudança de paradigma, o que resultou significativo êxodo rural, sobretudo na segunda metade do século XX, bem como demais problemas sociais advindos com a repentina superpopulação dos grandes centros.

Na realidade administrativa do Estado liberal, a ordem jurídica passa a ser indiferente aos fins entendidos de competência dos particulares, reservando-se ao Poder Público o dever de proteger a sociedade política e promover a adequada gestão pública, realizando as obras e serviços necessários à coletividade que não sejam economicamente interessantes à iniciativa privada.

Destarte, sob a égide do modelo liberal, a partir da segunda década do século XX, o Estado brasileiro assumiu diretamente alguns papéis econômicos, com a finalidade de atenuar certas distorções de mercado e amparar os contingentes que ficavam à margem do progresso econômico pela intervenção, por meio da concessão de proteção e benefícios especiais e temporários a empresas brasileiras de capital nacional que desenvolviam atividades estratégicas para a defesa ou imprescindíveis ao desenvolvimento do país, coibindo o abuso do poder econômico, demonstrado na finalidade de dominação de mercados, de eliminação da concorrência e de aumento arbitrário dos lucros, e explorando diretamente a atividade

econômica quando necessária aos imperativos de segurança nacional ou relevante interesse coletivo.

O período pós-liberal brasileiro, por sua vez, teria se iniciado com a Revolução de 1930, institucionalizando-se com a Constituição de 1934¹⁴⁹, que abriu o título para a Ordem Econômica e Social, e pervertido-se no golpe do Estado Novo, de 1937, tendo permanecido sem expressão durante o regime militar. Neste período, a atuação do Estado brasileiro concentrou-se excessivamente nas funções de empresário e de agente regulador, relegando a atividade fundamental de promover o bem-estar social a um segundo plano, o que favoreceu uma concentração sem precedentes de poder político e econômico em mãos de limitado número de pessoas. Em outras palavras, o Estado pautou sua intervenção na Economia não por critérios de efetivo interesse de ordem econômica e social, mas com vistas ao favorecimento de setores empresariais e da própria tecnocracia governamental.¹⁵⁰

Finda a ditadura, o Estado brasileiro era identificado como ineficiente, marcado pela má gestão de recursos e morosidade, pela burocracia e corrupção.

Com o advento da Constituição Federal de 1988, o papel do Estado brasileiro na economia foi remodelado. A ordem econômica funda-se na livre iniciativa e na valorização do trabalho humano, cabendo ao Estado as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.¹⁵¹

¹⁴⁹ Neste período amadureceram importantes conceitos, tais como o da função social da propriedade e da empresa; consolidaram-se os chamados direitos sociais, tendo por objeto o emprego, as condições de trabalho e certas garantias aos trabalhadores (BARROSO, Luís Roberto. **Crise econômica e direito constitucional**. Revista Trimestral de Direito Público. Malheiros Editores, São Paulo, v. 6, p. 32-63, 1994, p. 38).

¹⁵⁰ *Op. cit.*.

¹⁵¹ Consoante *caput* do art. 174 da Constituição Federal.

Para solucionar o atraso econômico de meio século, sobrevieram princípios e condições que denotam o interesse no desenvolvimento autocentrado, pois se consagra a liberdade de iniciativa econômica privada, mas se condiciona o seu exercício à promoção da justiça social¹⁵², instituindo instrumentos e mecanismos populares compatíveis com o sistema capitalista, que se funda na apropriação privada da produção econômica.

É, também, garantida pela Constituição Federal a promoção dos direitos coletivos e difusos, a proteção ao meio ambiente, ao consumidor e aos bens e valores históricos, artísticos e paisagísticos, a desregulamentação, a privatização e a criação de organizações não-governamentais. Retoma-se o período pós-liberal, interrompido ou desvirtuado durante a ditadura militar, agora com a revalorização dos ditames da função social da propriedade e da empresa e consolidando os chamados direitos sociais, tendo por objeto o emprego, as condições de trabalho e certas garantias aos trabalhadores.¹⁵³

¹⁵² “Podemos encontrar exemplos de atuação do Estado como regulador de determinadas atividades econômicas: na disciplina dos investimentos do capital estrangeiro e de remessa de lucros (art. 172); na ordenação dos transportes aéreo, marítimo e terrestre (art. 178, I); na limitação da aquisição ou arrendamento de propriedade rural por pessoa física ou jurídica estrangeira (art. 190); na autorização para o funcionamento e na disciplina das instituições financeiras (art. 192, I); na autorização e fiscalização do funcionamento de estabelecimentos de seguro, previdência e capitalização, bem como do órgão ressegurador (art. 192, II), na participação do capital estrangeiro nas instituições financeiras (art. 192, III); na disciplina do comércio exterior (art. 237); na disciplina da produção e comercialização de material bélico (art. 21, VI, etc)” (EIZIRIK, Nelson. **Monopólio estatal da atividade econômica**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 194, p. 02-15, out/dez. 1993, p. 6/7).

¹⁵³ Consoante art. 1º da Constituição Federal: “A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios, e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos:

- I – a soberania;
- II – a cidadania;
- III – a dignidade da pessoa humana;
- IV – os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa;
- V – pluralismo político.

Parágrafo único: Todo o poder emana do povo, que o exerce por meio de representantes eleitos ou diretamente, nos termos desta constituição”.

A livre iniciativa, símbolo do Estado liberal e dogma do modo de produção capitalista, tem sua previsão constitucional como princípio fundamental, art. 5º, XIII¹⁵⁴, e princípio geral da atividade econômica¹⁵⁵, art. 170.

A partir da interpretação literal do referido art. 170, é possível detalhar o conteúdo deste princípio associado diretamente à propriedade privada¹⁵⁶, abrangendo, deste modo, a liberdade de empresa¹⁵⁷, de lucro¹⁵⁸ e de contratar. Destaque-se, novamente, que este mesmo princípio, da liberdade de iniciativa, é condicionado ao fim público expressamente destacado no *caput* do artigo supracitado, qual seja: a justiça social.

A fim de que “os ditames da justiça social” sejam assegurados, de modo a garantir a “todos existência digna”, a Constituição Federal estabelece diversas medidas destinadas a

¹⁵⁴ Consoante art. 5º, XIII, da Constituição Federal: “é livre o exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão, atendidas as qualificações profissionais que a lei estabelecer”.

¹⁵⁵ Consoante art. 170 da Constituição Federal: “A ordem econômica, fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, tem por fim assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os seguintes princípios:

I – soberania nacional;

II – propriedade privada;

III – função social da propriedade;

IV – livre concorrência;

V – defesa do consumidor;

VI – defesa do meio ambiente;

VII – redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII – busca do pleno emprego;

IX – tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único – É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

¹⁵⁶ Consoante art. 170, II, da Constituição Federal.

¹⁵⁷ Consoante art. 170, parágrafo único, da Constituição Federal.

¹⁵⁸ Consoante art. 170, IV, da Constituição Federal.

neutralizar ou reduzir as distorções que possam advir do abuso de liberdade de iniciativa, no exercício da atividade privada.¹⁵⁹

Neste sentido, Diogo de Figueiredo MOREIRA NETO esclarece que:

“O princípio da liberdade de iniciativa tempera-se pelo da iniciativa suplementar do Estado; o princípio da liberdade de empresa corrige-se com o da definição da função social da empresa; o princípio da liberdade de lucro, bem como o da liberdade de competição, moderam-se com o da repressão do poder econômico; o princípio da liberdade de contratação limita-se pela aplicação dos princípios de valorização do trabalho e da harmonia e da solidariedade entre as categorias sociais de produção; e, finalmente, o princípio da propriedade privada restringe-se com o princípio da função social da propriedade”.¹⁶⁰

Uma vez que o Estado brasileiro tem por princípio fundamental a livre iniciativa e como princípio da ordem econômica a propriedade privada, é mister sua atuação para disciplinar e fomentar a atividade econômica¹⁶¹, explorando-a diretamente apenas por exceção.¹⁶²

Desse modo, melhor explicando, cumpre ao Estado atuar na atividade econômica, mas para conciliar determinados setores do mercado nacional, valendo-se de política de efetivo planejamento, com vistas a assegurar o bem-estar coletivo, garantindo saúde, habitação,

¹⁵⁹ Consoante art. 173, § 4º, da Constituição Federal: “A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros”.

¹⁶⁰ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Ordem econômica e desenvolvimento na constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Apec, 1989, p. 28.

¹⁶¹ “Assim, houve uma evidente *limitação* às atividades empresariais desenvolvidas pelo Estado; com efeito, a Constituição anterior, em seu art. 170, § 1º, estabelecia um regime de complementariedade ampla da iniciativa estatal sobre a privada. Na vigente Carta, passou-se a um sistema de complementariedade restrita, nos termos do art. 173, *caput*, que reduz as hipóteses de atuação do Estado na economia, ao dispor expressamente quais são os casos em que ela se justifica (segurança nacional e relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei)” (EIZIRIK, Nelson. **Monopólio estatal da atividade econômica**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 194, p. 02-15, out/dez. 1993, p. 7).

¹⁶² Consoante o *caput* do art. 173 da Constituição Federal: “Ressalvados os casos previstos nesta Constituição, a exploração direta de atividade econômica pelo Estado só será permitida quando necessária aos imperativos da segurança nacional ou a relevante interesse coletivo, conforme definidos em lei”.

educação, alimentação, urbanização e solução para as questões fundiárias, entre outras, também disciplinando, mediante o exercício do seu poder de polícia, os setores nos quais a atividade econômica, embora exercida pelos agentes privados em regime de competição, deva estar submetida a determinados controles para coibir-se abusos e/ou ineficiências; e, finalmente, para aqueles setores de mercado para os quais sua atuação seja indispensável, intervindo diretamente, como Estado empresário.¹⁶³

A interferência do Poder Público é, muitas vezes, fundamental para o desenvolvimento da economia e perfeito cumprimento dos direitos individuais. O funcionamento do regime liberal pressupunha certa igualdade em mercado, requerendo também uma competição equilibrada. Como tais requisitos nunca foram alcançados, sobreveio a crise, caracterizada pela depressão econômica entre as duas grandes guerras e os desequilíbrios internacionais entre Estados ricos e empobrecidos. A “mão invisível” de Adam SMITH poderia ter sido eficaz para uma economia com muitos competidores essencialmente em pé de igualdade, mas apresenta pouca relevância em um sistema cujas decisões de uns poucos conglomerados e as do governo afetam a renda e as oportunidades de emprego de todos os cidadãos.¹⁶⁴

¹⁶³ Consoante art. 177 da Constituição Federal: “Constituem monopólio da União:

I – a pesquisa e a lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos;

II – a refinação do petróleo nacional ou estrangeiro;

III – a importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades previstas nos incisos anteriores;

IV – o transporte marítimo do petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, bem assim o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem;

V – a pesquisa, a lavra, o enriquecimentos, o reprocessamento, a industrialização e o comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados”.

¹⁶⁴ Para Adam SMITH, em sua obra *The Wealth of Nations*, “no sistema da liberdade natural o soberano tem somente três deveres a desempenhar (...): o primeiro é proteger a sociedade de qualquer violência ou invasão por parte das outras sociedades independentes. O segundo é proteger, tanto quanto possível, cada membro da sociedade contra a injustiça ou opressão de qualquer outro membro, ou seja, o dever de estabelecer uma rigorosa administração da justiça. E o terceiro é criar e manter certas obras e instituições públicas que nunca atraiam o interesse privado de qualquer indivíduo ou pequeno grupo de indivíduos na sua criação e manutenção, na medida em que o lucro não compensa as despesas” (DANTAS, Ivo. **O econômico e o constitucional**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 200, p. 55-69, abr/jun. 1995, p. 62/63).

A Grande Depressão de 1929 revelou a necessidade de repensar a não-intervenção do Estado. A formulação econômica de KEYNES, implementada pelo *New Deal* (plano do governo ROOSEVELT), entendia que um Estado organizado pode estabilizar, estimular e dirigir o rumo da sua Economia sem apelar para a ditadura e sem substituir o sistema baseado na propriedade. Recria-se a concepção de que a Economia e a Política estão indissolavelmente ligadas pela aceitação da intervenção como forma de restabelecimento do equilíbrio, em que são conciliados os dois maiores fatores de estabilidade econômica: a iniciativa privada e a ação governamental. Esta, sem interromper a atividade do particular, procura distribuir seus frutos de forma mais justa, com o fim de atender ao interesse coletivo.

A atuação do Estado na disciplina e fomento da atividade econômica tem seu fundamento no art. 174 da Constituição Federal¹⁶⁵, e deve limitar-se a assegurar a efetividade da livre iniciativa e da livre concorrência quando, por disfunção do mercado, não estejam prevalecendo.

O Poder Público detém competências políticas-administrativas, legislativas e tributárias que permitem lidar, amplamente, com qualquer conjuntura econômica, vedando, estimulando ou deixando de incentivar certos comportamentos. Não há necessidade de se instituírem mecanismos que confirmem poderes extraordinários ao Estado, em caso de crise econômica-financeira grave.

A Constituição Federal concilia governabilidade e respeito aos direitos fundamentais, sendo indesejável a quebra deste equilíbrio, notadamente em um país reincidente em tentações autoritárias.

¹⁶⁵ “Art. 174 – Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado”.

Urge, portanto, superar-se os resquícios administrativos de um Estado onipresente, oriundos de uma política que atribuía a ele o papel de controlador da Economia.

A política do Estado intervencionista – em contraposição ao Estado Liberal – gerou duas conseqüências graves: o crescimento desmensurado do aparelho administrativo estatal, sobretudo de empresas públicas e sociedades de economia mista e suas subsidiárias, e o esgotamento da capacidade de investimento do setor público, ocasionando a deterioração dos serviços públicos em geral. Tais circunstâncias levaram o Governo a implementar o Programa Nacional de Desestatização¹⁶⁶, tendo como uma de suas metas reordenar a posição estratégica do Estado na Economia, transferindo à iniciativa privada todas as atividades que por ela possam ser bem executadas, de forma a permitir que a Administração se dedique principalmente ao atendimento das necessidades fundamentais da população.

Esta nova visão de atuação do Estado na Economia, com a diminuição de sua participação direta na prestação de serviços, impõe, por outro lado, a necessidade de fortalecimento de sua função reguladora e fiscalizadora. E, para este fim, é indispensável que reestruture a sua administração, de maneira a poder controlar eficientemente as empresas privadas, garantidoras do bem-estar coletivo.

Uma consideração, ainda que superficial da história econômica e da evolução do pensamento ocidental sobre a atividade econômica, revela, sem esforço, que a relação de propriedade privada sempre foi justificada como modo de prover às necessidades de subsistência do indivíduo. A experiência contemporânea demonstra que a propriedade privada, sobretudo aquela ligada à empresa, passou a ser a única, senão a melhor fonte de emprego, salário, e garantidora do cumprimento das prestações sociais, cujos recursos, ainda

¹⁶⁶ Lei nº 8031/90, reformulada pela Lei nº 9491/97.

que provenientes de arrecadação fiscal, permitem a educação, a formação profissional, a habitação, o transporte e o lazer.

Não é difícil perceber, nesta ordem de considerações, que a eficiência da propriedade, como técnica de realização dos interesses individuais e familiares, sempre esteve ligada à estrutura da relação real e ao caráter absoluto do direito exercido sobre as coisas.

Especificamente no tocante aos bens de produção, a propriedade, no sentido que resulta da norma do art. 1228 do Código Civil¹⁶⁷, veio a ser profusamente confundida com o poder de controle empresarial, até porque a organização do capital, o trabalho e a tecnologia se entrelaçam na atividade da empresa individual. Mas, a partir do momento em que uma sociedade é criada com a organização do trabalho alheio, já não há como confundir o direito absoluto sobre o capital com o poder de organização e comando das forças produtivas. A constituição de empresas sob a forma de pessoas jurídicas, aliás, separa nitidamente o acervo de produção¹⁶⁸ do patrimônio individual dos sócios. Os proprietários passam à posição jurídica de participantes dos resultados de uma exploração patrimonial autônoma.

À medida que a empresa se desenvolve e seu sistema e organização ficam mais complexos, acentua-se sobremaneira a diferenciação entre os sócios, pessoas físicas, da pessoa jurídica constituída. Na realidade da macroempresa, a participação acionária diluiu-se a tal ponto que o maior acionista, ou o conjunto de maiores acionistas, não chega a deter 10% (dez por cento) do capital social. Consoante anteriormente explanado, a organização empresarial de uma companhia, analogamente à sociedade política, cria poder ativo, de

¹⁶⁷ Art. 1228: “O proprietário tem a faculdade de usar, gozar e dispor da coisa, e o direito de reavê-la do poder de quem quer que injustamente a possua ou detenha” (Lei nº 10406, de 10/01/2002).

¹⁶⁸ O aviamento

efetivo comando decisório de alguns diretores, e um órgão autorizador e fiscalizador, que é o conselho da administração.

A transferência das funções de utilidade pública do setor público para o privado, com o fenômeno da privatização, atribui ao Estado poder crescente de regulamentação, fiscalização e planejamento da atividade privada, antes por ele exercida. No Brasil, o programa de reforma do Estado decorre da incapacidade do setor público prosseguir como principal agente do desenvolvimento econômico, sendo imperiosa a necessidade do aprimoramento das funções reguladoras. A retirada do Estado da prestação direta da atividade econômica não significa redução do intervencionismo estatal. Ao contrário, faz-se necessária a criação de mecanismos desprovidos de subordinação, com autonomia perante as ingerências políticas, com funções técnicas delimitadas, para que a prestação de serviços essenciais à população não fique ao alvitre do interesse privado de sócios e/ou acionistas da empresa, cuja atuação nem sempre beneficia a coletividade.¹⁶⁹

Cumprido ao Estado contemporâneo retornar às suas funções típicas, especialmente no que concerne ao essencial como saúde pública, segurança, educação e saneamento. Todavia, considerando a inegável relevância da atividade privada para a sociedade política, é também dever do Poder Público fiscalizar a atuação da empresa para compatibilizar os interesses do empresário à almejada ordem econômica, de modo que os princípios arrolados no art. 170 da

¹⁶⁹ Esclareça-se que este processo de substituição das formas de intervenção direta do Estado não é peculiaridade brasileira mas se trata de mudança ideológica e de reclassificação do papel estatal nos demais países organizados de forma social democrata. Para Marcia Carla Pereira RIBEIRO, “os séculos IX e XX têm sido os palcos do progresso do Estado providência e, talvez não coincidentemente, também espectadores de importantes crises nos planos social, econômico e internacional.

Todavia, à medida que se fez mais desenvolvido, o Estado de bem-estar passou a exigir a aplicação de recursos cada vez mais significativos, acompanhando-se ainda do acréscimo da demanda de sua atuação.

Chega-se, então, sobretudo a partir da segunda metade do século XX, nos países organizados de forma social democrata, a “desequilíbrios das balanças comerciais, desestabilização da moeda, aumento fiscal e de preços” (**Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função**. Curitiba: Juruá, 1999, p. 155/156).

Constituição Federal orientem a necessária finalidade de lucro, compatilizando-a aos ditames da justiça social.

A satisfação destes princípios haverá de se traduzir na busca atenta e permanente da conciliação do interesse privado com o público; no atendimento aos reclamos da Economia nacional como um todo; na identificação da ação da empresa com as reivindicações comunitárias, ou seja, na observância de ética empresarial, que, afinal, distingue o acionista empreendedor daquele dominador.

Ao lado da proteção direta aos trabalhadores e aos pequenos investidores, haverá de serem alinhadas outras medidas que garantam a permanência da própria companhia; haja vista que ela é fonte de pagamento de salários e dividendos, fornece os produtos e serviços que movimentam e estimulam a Economia, sem falar dos benefícios indiretos dos quais dependem a coletividade.

É imprescindível que, mediante atenta fiscalização da salvaguarda destes princípios, o Poder Público oriente o empresário à observância das leis fiscais, sociais e societárias, seja nas negociações ou nos contratos que ele mantém, por meio da empresa, no curso de sua atividade econômica.

CONCLUSÃO

A fim de conhecer as *ações preferenciais*, analisando-as enquanto fonte de capitalização da sociedade anônima e *risco* ao público investidor, seja pela sua própria natureza, seja por influência negativa do acionista controlador, detentor do *poder*, seja, ainda, em conseqüência das políticas macroeconômicas do Estado, foi preciso estudo minucioso da constituição, organização e gestão da companhia, donde se depreende ser premente a necessidade de estabelecer-se mecanismos jurídicos para o funcionamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para que se possa ofertar à coletividade ações que incorporem um conjunto de direitos e garantias eficazes.

O público investidor, não inteirado na gestão da empresa, geralmente representado pelos detentores de *ações preferenciais*, precisa de segurança ao associar-se a empreendimento que, apesar de possíveis prejuízos (*o risco*), garanta a ele participação nos mais prováveis lucros; que o papel a ser adquirido represente título corporativo, e, como tal, confira o direito de fiscalizar a sociedade, de obter as informações de seu interesse; que todos os lucros da companhia figurem na contabilidade, que a finalidade e função da sociedade esteja acima da vontade exclusiva do acionista controlador; e que, principalmente, haja autoridade disciplinadora, cujo poder não seja omissivo, mas capaz de punir qualquer infrator, em prol da proteção da sociedade anônima.

Em que pese a Lei das Sociedades por Ações ter teorizado todos esses direitos, consoante anteriormente explicitado, a partir da análise da estrutura e organização da companhia atual, não é possível visualizar o cumprimento de todos estes ditames, a começar pela situação de

predominância decisória do acionista controlador, legalmente institucionalizada, que *pode* comprometer todas as demais garantias de proteção às minorias.

A verdade é que a companhia atual, tal como legalmente estruturada, depende totalmente da consciência social de quem detém o poder de mando, de sua vontade, sem que haja mecanismos eficientes de repressão aos atos praticados com abuso deliberativo - a própria Lei das Sociedades por Ações estabelece subordinação de fato (ainda que aparentemente não de direito) do interesse societário à vontade do acionista controlador.

De fato, as sanções impostas pela Lei nº 6404/76 aos atos abusivos são ainda insuficientes, na medida em que não implicam nulidade que garanta a não produção de efeitos, mas apenas cominam ao acionista controlador pena e responsabilidade por perdas e danos. Considerando, ainda, que o acionista controlador, quase nunca participa diretamente dos órgãos da administração social, dificilmente é ele condenado a reparar prejuízos, quanto mais alcançado pela repressão de ilícitos, especialmente no âmbito criminal.

Enquanto na empresa individual e em sociedade com poucos sócios as decisões são de responsabilidade dos proprietários de capital (sobre os quais incide diretamente o risco da atividade econômica), na estrutura produtiva organizada sob a forma de sociedade anônima impera a vontade dos acionistas controladores, que podem deter parcela não expressiva do capital social.¹⁷⁰

A dissociação entre propriedade e controle sobre o capital e entre controle e risco é permitida pela própria estrutura e organização do modelo das sociedades por ações.

Nas empresas individuais ou constituídas com número reduzido de sócios há coincidência entre propriedade e controle; a gestão é necessariamente direcionada à maximização de resultados do capital social empregado ou investido.

¹⁷⁰ E, portanto, do risco empresarial.

Já nas sociedades anônimas abertas, onde controle e risco empresarial não coincidem, os fins almejados pelos detentores do controle podem não estar pautados à maximização de resultados imediatos, mas, sim, primeiramente, à realização de seus interesses.¹⁷¹

A dissociação entre propriedade e poder representa um possível afastamento entre os interesses do acionista controlador e os dos proprietários do capital como um todo, estabelecendo situação de potencial distorção ou refração decisória na condução da atividade da empresa.

Esta situação de desvio ou tendência da atividade empresarial moderna é geralmente abordada a partir da prévia polarização valorativa “controlador *versus* minoritários”, com viés de cunho político, sem atentar às repercussões econômicas deste conflito, se relevante ou não à capitalização da sociedade anônima.

É mister conhecer-se a intenção da autoridade e não os motivos e desígnios que se tenham traduzido em atos, sejam eles comissivos ou omissivos. A competência e legalidade da atividade em si é irrelevante para a verificação de situações de abuso e desvio de poder, pois carece a elas o elemento teleológico, qual seja, o fim que inspirou determinada imposição ou desvirtuamento de domínio.

Esta é a completa distorção do modelo jurídico da sociedade anônima. A burocracia administrativa, legalmente garantida, cumpre apenas seu papel de instrumentalizar o exercício efetivo do poder, com o propósito deliberado de auferição de lucro, em detrimento das funções de ordem pública da empresa.

Todavia, a justificativa de manutenção das atividades de uma sociedade anônima, ao menos como empresa privada, é, também, a lucratividade a ser partilhada entre os acionistas, ou seja, quem investe suas riquezas em uma companhia tem a real expectativa de

¹⁷¹ Para a *holding*, a quebra de uma das empresas do grupo pode ser estrategicamente

rendimentos, interesse ainda mais evidente para os detentores de ações preferenciais, de debêntures e de bônus de subscrição, quem, de regra, não interferem na administração da companhia.

O cumprimento do objetivo econômico é de todo relevante, pois se a companhia não distribuir dividendos no prazo previsto no estatuto, não superior a três anos, os detentores de ações preferenciais adquirem o direito de voto, consoante o art. 111, § 1º, da Lei nº 6404/76.¹⁷²

Estas tantas garantias e privilégios, somados ao interesse de lucratividade, incentivam a aplicação de recursos em grandes companhias, cuja gestão é confiada ao administrador empreendedor, responsável pelo fortalecimento e prosperidade da empresa, qualidades essenciais para que ela também atenda às expectativas sociais e ao chamamento de novos investidores.

Além do mais, para aqueles que não detêm controle são assegurados direitos intangíveis, dentre os quais o de recesso, como instituto de ordem pública, nas hipóteses expressamente previstas em Lei. O estatuto social não pode negá-lo ou condicioná-lo.

O direito de recesso inscreve-se entre as prerrogativas fundamentais do acionista, consoante o art. 109 da Lei nº 6404/76. Trata-se de um direito irrenunciável, uma vez que é norma de Ordem Pública. A renúncia pelo acionista a este direito, ainda que somente para determinado caso, é nula, como também será nula qualquer cláusula estatutária ou deliberação da assembléia que o exclua, dificulte ou protele o seu exercício.

interessante para o crescimento de outra.

¹⁷² “Art. 111 – O estatuto poderá deixar de conferir às ações preferenciais algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias, inclusive o de voto, ou conferi-lo com restrições, observado o disposto no art. 109.

§ 1º - As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três 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 ou cumulativos em atraso”.

Vê-se, portanto, que à minoria a Lei assegura direitos capazes de impedir que a sociedade anônima seja transformada em instrumento de pressão dos que detêm o comando da companhia contra acionistas que, embora concorrendo também com parcelas do capital social, não gozam de vantagens semelhantes às dos demais sócios.

É possível que a função social peculiar das companhias somente seja resgatada, em sua totalidade, se e quando da efetiva reforma do sistema de voto, extinguindo-se, o modelo profundamente antidemocrático da Lei nº 6404/76, voltado para o domínio do acionista controlador, para os interesses capitais da minoria votante. Não se pode olvidar, no entanto, que é importante à sociedade anônima e, indiretamente, à coletividade que se estimule o mercado de capitais, incentivando o investimento popular, necessidade não suprida nem com a superveniência da Lei nº 10303/01.

Deste modo, além da efetiva prevenção ao abuso de poder, é mister que a Lei das Sociedades por Ações discipline com a capitalização do mercado de ações brasileiro. A extinção das ações preferenciais ou sua transformação em ordinárias importaria, por certo, na diminuição do número de títulos negociados em Bolsa, com acionistas controladores aumentando sua participação acionária para assegurarem suas posições de mando. Por outro lado, entende Arnaldo WALD que:

“A economia brasileira ainda não se concilia com a permanência de empresas sem controlador e, ao contrário, a experiência brasileira evidencia que, nos últimos anos, pouquíssimas companhias abertas conseguiram sobreviver, por longo tempo, sem que um grupo dos seus acionários viesse a adquirir o respectivo controle. A pulverização é assim recomendável, tanto no tocante às ações ordinárias minoritárias, quanto às preferenciais, mas a nossa sociedade ainda não aprendeu a conviver com empresas abertas sem controle, que, normal e rapidamente, caem sob o comando de um *raider* ou, diante de sua ameaça, acabam consagrando o controle de outro investidor considerado mais adequado pelos demais acionistas da empresa”.¹⁷³

¹⁷³ WALD, Arnaldo. **Em defesa das ações preferenciais**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 78, p. 19-23, abr/jun. 1990, p. 22.

É certo que a situação econômica do Brasil não permite a exportação de capitais, que investimentos importantes devem ser realizados para modernizar o parque industrial nacional e que se impõe, urgentemente, a criação de oportunidades negociais suscetíveis de fazer surgir recursos internos e externos às empresas, especialmente no momento de transição do Estado liberal para o pós-liberal.

Cumpra ao legislador permitir o fortalecimento do mercado acionário brasileiro e conseqüente crescimento, de modo a garantir a utilização da poupança interna e o investimento externo, prestando, em contrapartida, relevante contribuição à economia nacional como instrumento para captação de capital e prestígio internacional.

Os Planos Econômicos brasileiros são paliativos para controle da inflação e para evitar a evasão de riquezas. O crescimento econômico pressupõe o aumento de investimentos produtivos e melhor distribuição da renda. Em ambos os aspectos, a expansão e o aprimoramento do mercado de ações podem constituir elementos de renovação e modernização do país.

Para que uma legislação seja eficaz, deve-se verificar se os órgãos encarregados de sua aplicação têm condições materiais para tanto. De nada adiantaria, hoje, aumentar ainda mais o elenco dos direitos outorgados aos acionistas minoritários sem conferir à Comissão de Valores Mobiliários meios significativos para implementar e fiscalizar, na prática, possíveis garantias.

É cediço que o Poder Público é excessivamente regulatório e, todavia, pouco eficaz na efetividade das normas: há leis em demasia e quase nenhuma aplicação permanente e proporcional aos ilícitos cometidos no campo da atividade administrativa da empresa.

Por esse motivo, parece ilógico atribuir poder disciplinar à Comissão de Valores Mobiliários sem, no entanto, garantir que ela exerça a necessária e correlata atividade de

fiscalização e inspeção perante as sociedades anônimas, e não somente, conforme o regime da Lei, no âmbito das atividades de mercado.

Verifica-se, de fato, pelo que se depreende dos incisos V e VI do art. 9º, da Lei nº 6385/76¹⁷⁴, que os sujeitos passivos do poder disciplinar da Comissão de Valores Mobiliários são, literalmente, os administradores e acionistas de companhias abertas, os intermediários e demais participantes do mercado.

Deste exercício, aparentemente ocioso e despiciendo, resulta claro que o fim último que justifica o poder disciplinar da Comissão de Valores Mobiliários é a tutela do mercado de valores mobiliários.

No entanto, a proteção dos interesses das minorias acionárias, no regime da Lei nº 6385/76, constitui, também, tarefa relevante para a Comissão de Valores Mobiliários, não como fim em si¹⁷⁵, mas como meio para esta autarquia exercer a tutela do mercado de valores mobiliários. Conseqüentemente, cumpre a ela, além do dever disciplinar, impor medidas que assegurem o cumprimento da função social da empresa, estimulando sua capitalização e a distribuição de dividendos, não obstante a existência de acionistas majoritários, cuja condição de domínio pode ser compatível aos interesses da empresa.

Evidentemente, é de se considerar que a este poder disciplinar não se subtraem as companhias fechadas que promovam emissões irregulares de valores mobiliários; tampouco

¹⁷⁴ “Art. 9º - A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

...

V – apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não eqüitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI – aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal”.

¹⁷⁵ A Lei nº 6385, de 07/12/1976, dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários, enquanto a proteção das minorias acionárias parece inerente à Lei das Sociedades por Ações.

aquelas que atuem no mercado como intermediárias, igualmente, ainda, as que possam ser incriminadas por atos ilegais ou práticas não eqüitativas em sua qualidade de acionistas de companhia abertas, controladoras ou não, ou na mais genérica capacidade de participantes do mercado de valores mobiliários.

À vista das precedentes considerações, será lícito afirmar que o poder disciplinar inerente à Comissão de Valores Mobiliários assenta sobre o pressuposto de legitimação, condicionante da validade do respectivo exercício, a saber, a tutela do mercado de valores mobiliários. A aplicação das sanções disciplinares enumeradas no art. 11 da Lei nº 6385/76, em dissonância com este objetivo programático, constituirá desvio de poder, suscetível de impugnação judicial, não induzindo responsabilidade disciplinar dos atingidos.

Entende-se por tutela do mercado de valores mobiliários, neste contexto, o conjunto de atribuições que competem à Comissão de Valores Mobiliários, nos termos dos artigos 8º e 9º, cujos conteúdos e alcances devem ser interpretados em estrita consonância com os objetivos programáticos discriminados no art. 4º, da mesma Lei nº 6385/76.

Depurado o óbvio, isto é, identificado o *risco* de conflito advindo da dissociação da *propriedade* e *poder*, cumpre ao legislador editar eficiente sistema legal de fiscalização à Comissão de Valores Mobiliários, cujos atributos garantam a *defesa* dos direitos dos acionistas minoritários para fortalecimento do mercado de ações e da Economia Nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ADIERS, Leandro Bittencourt. **Valores mobiliários, especulação e conseqüências jurídicas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 121, p. 160-181, jan/mar. 2001.
- AMARO, Luciano. **Desconsideração da pessoa jurídica no código de defesa do consumidor**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 88, p. 70-80, out/dez. 1992.
- ARAGÃO, Alexandre Santos de. **O conceito jurídico de regulação da economia**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 122, p. 38-47, abr/jun. 2001.
- _____. **O princípio da proporcionalidade no direito econômico**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 121, p. 56-81, jan/mar. 2001.
- ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. **Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 117, p. 157-162, jan/mar. 2000.
- ARRUDA, Maria Clara da Silveira Villasboas. **Companhia aberta x companhia fechada**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 65, p. 42-63, jan/mar. 1987.
- ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva, 1969.
- AZEVEDO, Antônio Ivanir de. **Responsabilidade civil do administrador**. Revista dos Tribunais. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 653, p. 78-83, 1990.
- AZEVEDO, Eurico de Andrade. **Agências reguladoras**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 213, p. 141-148, jul/set. 1998.
- BARROSO, Luís Roberto. **Crise econômica e direito constitucional**. Revista Trimestral de Direito Público. Malheiros Editores, São Paulo, v. 6, p. 32-63, 1994.
- BATALHA, Wilson de Souza Campos e Sílvia Marina L. Batalha de Rodrigues Netto. **A nova lei das S.A.**. São Paulo: LTr, 1998.
- BERDAH, Jean-Pierre. **Fonctions et responsabilité des dirigeants de société par actions**. Paris: Sirey, 1974.

- BERTOLDI, Marcelo M. (coord.). **Reforma da lei das sociedades anônimas – comentários à lei 10.303, de 31.10.2001**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.
- BESSONE, Darcy. **Acordo de acionistas: poderes do acionista controlador de sociedade anônima. Artigos 116, 238 e 273 da Lei 6404/76**. Revista dos Tribunais. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 672, p. 21-46, 1991.
- BITTAR, Carlos Alberto. **Os contratos no projeto de código civil**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 104, p. 48-57, out/dez. 1996.
- BOER, Erasmo Mendonça de. **Sociedade comercial: acionista minoritário e incorporação**. Revista dos Tribunais. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 570, p. 21-26, 1983.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 3.ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997.
- _____. **A debênture conversível em ações e o exercício autônomo do direito à subscrição de ações**. Revista de Direito da Procuradoria Geral, Rio de Janeiro, v. 27, p. 01-27, 1973.
- BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil**. 22.ed. São Paulo: Saraiva, 1999.
- BRASIL. **Código Civil** (Lei nº 3071, de 1º de janeiro de 1916). 53.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- BRASIL. **Código Comercial** (Lei nº 556, de 25 de junho de 1850). 17.ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- BRASIL. Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, p.1, 9 dez. 1976.
- BRASIL. Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, p.1, suplemento, 17 dez. 1976.
- BRASIL. Lei nº 10303, de 31 de outubro de 2001. Altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6404, de 15 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**, Brasília, p.1, 1 nov. 2001.
- BRASIL. Lei nº 10406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil brasileiro. **Diário Oficial da União**, Brasília, p.1, 11 jan. 2002.

BRASIL. Lei nº 10411, de 26 de fevereiro de 2002. Altera e acrescenta dispositivos da Lei nº 6385, de 7 de dezembro de 1976. **Diário Oficial da União**, Brasília, p.1, 27 fev. 2002.

BRUNA, Sérgio Varella. **O poder econômico e a conceituação de abuso em seu exercício**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1997.

BULGARELLI, Waldírio. **Manual das sociedades anônimas**. 7.ed. São Paulo: Editora Atlas, 1993.

_____. **O anteprojeto da cvm para a reforma da lei de sociedade por ações brasileira**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 86, p. 58-62, abr/jun. 1992.

_____. **Problemática do direito empresarial**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 82, p. 62-68, abr/jun. 1991.

_____. **Regime jurídico da proteção às minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 1998.

CAMARGO, Antônio Carlos. **Comunicaciones empresariales s/a**. http://www.listasmercosur.com.br/btmercosur_p/outros10_p.htm [15 jul. 2003].

_____. http://www.listasmercosur.com.br/btmercosur_p/outros11_p.htm [15 jul. 2003].

_____. http://www.listasmercosur.com.br/btmercosur_p/outros13_p.htm [15 jul. 2003].

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Direito societário & mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1.

CAVALCANTE FILHO, Francisco Silva e Jorge Yoshio Misumi. **Mercado de capitais**. 4.ed. Belo Horizonte: Comissão Nacional de Bolsas de Valores, 1998.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial: estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. **Função social da propriedade dos bens de produção**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 63, p. 71-79, jul/set. 1986.

- _____. **Natureza jurídica das bolsas de valores e delimitação de seu objeto.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 60, p. 45-53, out/dez. 1985.
- _____. **O poder de controle na sociedade anônima.** 3.ed. Rio de Janeiro: Forense, 1983.
- COELHO, Fábio Ulhoa. **Manual de direito comercial.** 6.ed. São Paulo: Saraiva, 1995.
- COSTA, Carlos Celso Orcesi da. **Controle externo nas companhias.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 44, p. 70-75, out/dez. 1981.
- DANTAS, Ivo. **O econômico e o constitucional.** Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 200, p. 55-69, abr/jun. 1995.
- DINIZ, Gustavo Saad. **Dissolução da sociedade limitada sob o enfoque da função social da empresa.** http://www.bpdireito.adv.br/artigo_82.htm [9 out. 1999].
- DINIZ, Maria Helena. **Tratado teórico e prático dos contratos.** São Paulo: Saraiva, 1993. v. 1 e 4.
- DREIFUSS, René Armand. **A internacional capitalista – estratégia e táticas do empresariado transnacional (1918-1986).** 2.ed. Rio de Janeiro: Espaço e Tempo, 1987.
- EIZIRIK, Nelson. **A urgente reforma da Lei 6385/76.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 98, p. 58-62, abr/jun. 1995.
- _____. **Inexistência de impedimento do administrador na ação social “ut singuli”.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 80, p. 32-38, out/dez. 1990.
- _____. **Monopólio estatal da atividade econômica.** Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 194, p. 02-15, out/dez. 1993.
- _____. **O liberalismo econômico e a criação das disciplinas de direito comercial e economia política.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 35, p. 29-48, jul/set. 1979.
- _____. **Os valores mobiliários na nova lei das s/a.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 124, p. 72-79, out/dez. 2001.
- _____. **Reforma das S/A e conselho fiscal.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 119, p. 121-127, jul/set. 2000.

- _____. **Reforma das S/A e do mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- ETCHEVERRY, Raúl Aníbal. **Derecho comercial y economico**. Buenos Aires: Astrea, 1995, p. 32/35.
- _____. **Empresas en las que interviene el estado**. Editora Astrea, p. 233/263.
- FACHIN, Luiz Edson (coordenação). **Repensando fundamentos do direito civil contemporâneo**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.
- FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. **As bolsas de valores no brasil**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 86, p. 45-57, abr/jun. 1992.
- FERRI, Giuseppe. **Le società**, 3.ed. Turim: UTET, 1987.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. **Conflito de interesses nas assembléias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.
- GALGANO, Francesco. **Diritto commerciale: l'imprenditore**. 5.ed. Bologna: Zarichelli, 1996.
- _____. **Trattato di diritto commerciale e de diritto pubblico dell'economia: la società per azioni**. Padova: Cedam, 1984. v. 7.
- GRAU, Eros Roberto. **A ordem econômica na constituição federal de 1988**. 3.ed. São Paulo: Malheiros, 1997.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Direito das minorias na sociedade anônima**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 63, p. 106-111, jul/set. 1986.
- _____. **Sobre o poder disciplinar da CVM**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 43, p. 64-78, jul/set. 1981.
- _____. **Sociedade anônima: Poder e dominação**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 53, p. 72-80, jan/mar. 1984.
- _____. **Sociologia do poder na sociedade anônima**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 77, p. 50-56, jan/mar. 1990.
- GUIMARÃES, Samuel Pinheiro. **Quinhentos anos de periferia**. Porto Alegre/Rio de Janeiro: Editora da Universidade/UFRGS, 1999.

- HALLIDAY, Fred. **Repensando as relações internacionais**. Porto Alegre: Editora da Universidade/UFRGS, 1999.
- JEANTIN, Michel. **Droit commercial**. Paris: Précis Dalloz, 1990, p. 486/504.
- JUSTEN FILHO, Marçal. **Desconsideração da personalidade societária no direito brasileiro**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1987.
- LAMY FILHO, Alfredo. **A função social da empresa e o imperativo de sua reumanização**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 100, p. 54-60, out/dez. 1992.
- _____; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A lei das s.a.**. 2.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1995.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.
- LOBO, Carlos Augusto da Silveira. **Dividendo de ações preferenciais – irretroatividade da Lei nº 9457/97**. Revista de Direito Renovar. Editora Renovar, São Paulo, nº 8, p. 113-123, 1997.
- LOBO, Jorge. **Direito da crise econômica da empresa**. Revista de Direito Renovar. Editora Renovar, São Paulo, nº 12, p. 65-104, 1998.s
- MACHADO, Rubens Approbato. **Sociedade por ações – incorporação, fusão e cisão – direito de retirada**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 82, p. 46-61, abr/jun. 1991.
- MAGALHÃES, Roberto Barcellos de. **Lei das s/a: comentários por artigos**. 2.ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1997. v. 1.
- MAGANO, Octávio Bueno. **Do poder diretivo na empresa**. São Paulo: Saraiva, 1982.
- MARINS, Bertoldi e Efig (Coordenação). **Temas da advocacia empresarial**. Curitiba: Juruá, 1999.
- MARTINS, Fran. **Comentários à lei das sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 1977. v. 1.
- MARZIALE, Giuseppe. **Codice delle società**. 5.ed. Milão: IPSOA, 1980.
- MASCHERONI, Fernando H.; MUGUILLO, Roberto A. **Régimen jurídico del socio: derechos y obligaciones en las sociedades comerciales**. Buenos Aires: Editorial Astrea, 1996.

- MATOS FILHO, Ary Oswaldo. **Natureza jurídica das atividades das bolsas de valores**. Revista dos Tribunais. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 603, p. 23-37, 1986.
- MEIRELLES, Hely Lopes. **Direito administrativo brasileiro**. 25.ed. São Paulo: Malheiros, 2000.
- MENEZES, Roberta Fragoso de Medeiro. **As agências reguladoras no direito brasileiro**. Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 227, p. 47-68, jan/mar. 2002.
- MESSINA, Paulo de Lorenzo; FORGIONI, Paula A.. **Sociedades por ações – jurisprudência, casos e comentários**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999.
- MORAIS, José Luís Bolzan de. **Do direito social aos interesses transindividuais: o Estado e o Direito na ordem contemporânea**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1996.
- MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. **Ordem econômica e desenvolvimento na constituição de 1988**. Rio de Janeiro: Apec, 1989.
- NEVES, Vanessa Ramallete Santos. **Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas**. Rio de Janeiro: Lúmen Júris, 2002.
- NORONHA, Fernando. **O direito dos contratos e seus princípios fundamentais: autonomia privada, boa-fé, justiça contratual**. São Paulo: Saraiva, 1994.
- PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Natureza jurídica da companhia**. Revista de Direito Renovar. Editora Renovar, São Paulo, nº 12, p. 105-120, 1998.
- PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995.
- PEREIRA NETO, Edmur de Andrade Nunes. **Anotações sobre os grupos de sociedades**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 82, p. 30-38, abr/jun. 1991.
- RATTI, Bruno. **Comércio internacional e câmbio**. 10.ed. São Paulo: Aduaneiras, 2000.
- REQUIÃO, Rubens. **A sociedade anônima como “instituição”**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 18, p. 25-29, 1975.
- RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A responsabilização do sócio por dívidas tributárias da sociedade por quotas de responsabilidade limitada irregularmente dissolvida**. Doutrina 6. Coordenador James Tubenchlak. Ed. Instituto do Direito, p. 157/169.

- _____. **Sociedade de economia mista e empresa privada: estrutura e função.** Curitiba: Juruá, 1999.
- RICHARD, Efraín Hugo; MUIÑO, Orlando Manuel. **Derecho societário.** Buenos Aires: Astrea, p. 574/585.
- RIPERT, Georges. **Traité Elémentaires de Droit Commercial.** 14.ed. Paris: Libr. Générale de Droit et de Jurisprudence.
- ROCHA, João Luiz Coelho da. **As sociedades por quotas como sociedades de capitais.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 122, p. 48-43, abr/jun. 2001.
- ROSAS, Roberto. **Abuso de direito no direito comercial.** Revista de Direito Renovar. Editora Renovar, São Paulo, nº 12, p. 187-201, 1998.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. **A visão jurídica da empresa na realidade brasileira atual.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 119, p. 94-108, jul/set. 2000.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. **Apontamentos para formulação de uma teoria jurídica dos cartéis.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Malheiros, São Paulo, v. 121, p. 18-29, jan/mar. 2001.
- _____. **A sociedade unipessoal.** São Paulo: Malheiros, 1995.
- _____. **O novo direito societário.** São Paulo: Malheiros, 1998.
- SOUTO, Juruena Villela. **O programa brasileiro de privatização de empresas estatais.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 80, p. 54-65, out/dez. 1990.
- STRENGER, Irineu. **Relações internacionais.** São Paulo: LTr, 1998.
- TÁCITO, Caio. **Agências reguladoras da administração.** Revista de Direito Administrativo. Editora Renovar, Rio de Janeiro, v. 221, p. 01-05, jul/set. 2000.
- VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **A ordem econômica. A Constituição brasileira 1988 interpretações.** Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1988.
- WALD, Arnoldo. **A oferta pública, a igualdade dos acionistas e o direito comparado.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 43, p. 15-18, jul/set. 1981.
- _____. **Em defesa das ações preferenciais.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 78, p. 19-23, abr/jun. 1990.

_____. **Interesse societários e extra-societários na administração das Sociedades Anônimas: a perspectiva brasileira.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 55, p. 9-17, jul/set. 1984.

_____. **Internacionalização, desestatização e mercado de capitais.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 74, p. 5-10, abr/jun. 1989.

_____. **O espírito empresarial, a empresa e a reforma constitucional.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 98, p. 51-57, abr/jun. 1995.

WALD, Arnoldo. **Os instrumentos de modernização de capitais em 1991 e fortalecimento da empresa.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Editora Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 82, p. 5-12, abr/jun. 1991.