

I. CONSIDERAÇÕES GERAIS

Acaba de ser promulgada a legislação que reforma a estrutura da sociedade anônima e modifica as regras do mercado de capitais, fortalecendo assim a economia nacional. Trata-se de modificação legislativa relevante tanto sob os seus aspectos técnicos como econômicos, políticos e até sociais. Contém o novo diploma inovações relevantes, dando maior transparência às empresas, fortalecendo a posição dos minoritários e aumentando a competência da Comissão de Valores Mobiliários, como verdadeira entidade reguladora do sistema.

Não é ainda a reforma ideal, como aliás reconheceu o próprio relator da matéria na Câmara, Deputado Antonio Kandir, quando afirma, em artigo recentemente publicado, que os avanços são insuficientes. Assim mesmo, foi o fruto fecundo de uma verdadeira batalha legislativa que ensejou árduas negociações e mobilizou não somente os interessados diretos mas também a sociedade brasileira no seu conjunto. Numerosos artigos, estudos, pareceres e ensaios deram uma nova dimensão às discussões travadas que se realizaram no Congresso Nacional, mas também nas Universidades, nas associações profissionais e em instituições culturais. O diálogo travado entre o legislador e a sociedade foi um exemplo de transparência, evidenciado como a elaboração das leis pode deixar de ser esotérica, contando com a colaboração altamente construtiva de todos os operadores de Direito, da classe política e da imprensa.

Não há dúvida que o novo diploma legal constitui um importante instrumento para o desenvolvimento do país, ensejando uma nova visão do chamado "governo das empresas", que também necessita ser modernizado e democratizado no interesse de todos. Sem uma proteção adequada dos minoritários e uma responsabilidade efetiva dos administradores não será possível dar ao mercado de capitais as dimensões que necessita para fortalecer as nossas empresas e canalizar, para as mesmas, tanto a poupança nacional quanto os capitais estrangeiros, especialmente quando não assumirem o papel de controlador.

Nos últimos dias, duas questões aparentemente secundárias, ou até formais, têm ensejado maiores discussões, mobilizando a opinião pública. A primeira se refere à vinculação dos membros do Conselho de Administração ao acordo de acionistas e a segunda à constitucionalidade das novas atribuições dadas à Co-

II. O ACORDO DE ACIONISTAS

O acordo de acionistas tornou-se um instrumento importante do direito societário, na medida em que ao controlador único do passado se substituíram as várias formas de controle partilhado exercido por vários acionistas, utilizando técnicas, fórmulas contratuais ou a criação de empresas *holdings*. Trata-se de situação que se tornou mais freqüente a partir do momento no qual foram realizadas as privatizações, formando-se, em geral, verdadeiros consórcios para adquirirem as ações vendidas ao público, mediante a união de empresas nacionais e estrangeiras, assim como de industriais e de instituições financeiras. Tendo uma sistemática relativamente adequada em decorrência da legislação societária e processual, o acordo não incidia necessariamente sobre o Conselho de Administração. Ao contrário, a interpretação da lei, pela doutrina e pela jurisprudência, era no sentido de conceder ampla independência aos seus membros, que se justificava na época do controlador único, quando vários passaram a ser os controladores, exercendo em conjunto os seus poderes, o Conselho de Administração veio a exercer, além das suas funções tradicionais legalmente previstas, outras tantas decorrentes da necessidade de transformá-lo numa espécie de *mini*-assembleia, definindo não só a política geral da empresa, mas tomando também as decisões operacionais mais importantes. A partir dessa transformação sofrida pelo Conselho, tornou-se imperativo submeter os seus membros, que representam os controladores, ou seja, a totalidade ou quase totalidade dos mesmos, ao acordo de acionistas. Não existindo, no Brasil, tradição de conselheiros realmente independentes, não faz sentido ter um acordo de acionistas que se aplique às decisões da Assembleia Geral mas não às deliberações do Conselho de Administração. De duas uma, ou se admite no caso um recurso das decisões do Conselho para a Assembleia, ou se cria um verdadeiro sistema caótico de conflitos potenciais entre ambos, que pode ensejar recursos contínuos das partes ao Poder Judiciário, o que aliás tem acontecido em alguns casos.

Considerando as dificuldades assim criadas, a única fórmula lógica e racional de prevenir os conflitos consiste em obrigar os membros do Conselho de Administração, eleitos pelos controladores, a respeitarem as disposições do acordo de acionistas que rege a convivência pacífica dos maiores acionistas no caso do controle partilhado. Assim, a justificação que existia no passado, dentro de um outro contexto econômico, para admitir e reconhecer a independência dos conselheiros, não tem mais, atualmente, a sua razão de ser. Foi por esse motivo que a reforma legislativa permitiu a desconsideração dos votos proferidos pelos conselheiros que infringissem o acordo de acionistas. Talvez a fórmula adotada, que dá poderes para tanto ao Presidente do Conselho, não fosse a mais feliz. Melhor seria incluir, na lei, norma expressa vinculando os conselheiros ao acordo, em vez de fazê-lo por via oblíqua. Mas o que importa, hoje, é menos o uso da melhor técnica legislativa do que o pragmatismo que nos leva a adotar a norma jurídica mais justa, útil e oportuna, que deve ser aplicada em determinadas situ-

ações. No particular, a solução legislativa resolve um problema que existe atualmente e começa a multiplicar os feitos judiciais que, em matéria societária, são nocivos, tanto para a empresa, cujo bom funcionamento perturba, como para a Justiça, que já está congestionada. O problema se torna mais sério em relação às empresas concessionárias, que estão sob a fiscalização das agências reguladoras e que prestam um serviço público. Em relação a elas, não se pode admitir que conflitos entre acionistas venham a prejudicar a realização do serviço público, ensejando incerteza quanto ao futuro das empresas, pois não se pode admitir trocas sucessivas de controle por medidas judiciais.

III. A CVM

Um quarto de século após a sua criação, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM acaba de ter um novo *status* em virtude da recente Medida Provisória nº 8 e do Decreto 3.995, de 31.10.2001. Trata-se de uma verdadeira revolução para o mercado de capitais, atribuindo-se finalmente à CVM, de modo claro e formal, o papel que sempre teve de agência reguladora, à qual se reconhece a condição de autoridade administrativa independente, a ausência de subordinação hierárquica, o mandato fixo, a estabilidade dos seus dirigentes e a autonomia financeira e orçamentária.

É preciso lembrar que, quando da sua criação como autarquia, ainda não existia o modelo mais recente das agências reguladoras independentes, razão pela qual a sua estrutura não pôde abranger a plena autonomia da qual necessita para realizar adequadamente a sua missão. Por outro lado, o mercado de capitais ainda era, na época, incipiente e não se vislumbrava o pleno desenvolvimento que poderia ter.

A nova legislação atende, finalmente, a uma necessidade inadiável, que aliás foi reconhecida nos vários projetos de lei nos quais foi discutida a matéria, em cerca de três décadas. Corresponde, outrossim, à evolução internacional, decorrente da globalização, tendo sido ampliada a competência e assegurados maiores poderes às Comissões de Valores Mobiliários, em todos os países, como ainda recentemente aconteceu na França, com a promulgação da Lei 2001-420, referente às novas regulações econômicas.

A autonomia administrativa e financeira estava sendo pleiteada, há mais de dez anos, com a criação, num primeiro projeto que data do nosso mandato na presidência da instituição, da chamada taxa de fiscalização, cuja constitucionalidade foi finalmente reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal. De fato, por muito tempo, a CVM não teve os recursos necessários para contratar funcionários e adquirir o equipamento necessário com a finalidade de assegurar a efetiva fiscalização do mercado, não obstante o fato de cobrar uma taxa para este fim, que era recolhida ao Tesouro Nacional.

As dúvidas quanto às competências respectivas do Banco Central e da CVM também dificultaram, num determinado período, o funcionamento adequado

da Comissão, tendo, por exemplo, surgido dúvidas quanto à sua possibilidade de solicitar o levantamento do sigilo bancário nos casos de manipulação de mercado. Assim mesmo, vários projetos de lei foram encaminhados ao Congresso Nacional para que fossem reconhecidos expressamente os poderes que a CVM deveria exercer, alguns deles tendo inclusive conseguido aprovação, como aconteceu em relação ao uso da ação civil pública pelos investidores do mercado, que lhes foi assegurado pela Lei 7.913/89.

São conhecidas as resistências que, durante muito tempo, algumas importantes sociedades de economia mista opuseram à CVM, pretendendo fugir à aplicação de suas regras e à sua fiscalização sob a alegação de que nelas existia a participação do Estado. Foi, aos poucos, que a Comissão pôde impor a regra de direito ao mercado, passando a funcionar como *amicus curiae* nos processos judiciais, em virtude da Lei 6.616/78, e ampliando progressivamente o seu campo de ação para abranger novas formas de atuação no mercado de capitais, que não existiam no passado, como, por exemplo, os fundos imobiliários.

É evidente que o Brasil ainda não tem um mercado de capitais proporcional às suas possibilidades e necessidades, como salientava em recente artigo o jornalista Celso Pinto (O Valor, 6.12.2001), considerando que “o panorama, em algumas áreas, é desolador” e exige providências eficientes e inadiáveis. A poupança individual é limitada e não tem ensejado o encaminhamento de importantes recursos do público para a aquisição de ações, ao contrário do que aconteceu em relação à caderneta de poupança. As crises internacionais sucessivas e a grande volatilidade das ações também não têm permitido que se mantenha a plena credibilidade do nosso mercado de capitais. E, em alguns casos, a lei e a regulamentação não permitiram que se evitassem fraudes que deveriam ser reprimidas.

Uma proteção mais adequada dos acionistas minoritários e a repressão penal da manipulação, que encontramos na nova legislação e já constava, com outra redação, no Projeto de Lei 1.317/68, decorrentes de proposta que fizemos, há mais de dez anos, ao Congresso Nacional, são instrumentos essenciais para democratizar as negociações de ações.

IV. CONCLUSÕES

A legislação que acaba de ser promulgada abre novas perspectivas ao mercado de capitais, modificando a proporção entre ações preferenciais e ordinárias, regulamentando mais adequadamente o direito de recesso, o fechamento de capital e a participação dos minoritários e titulares de ações preferenciais no Conselho de Administração e assegurando a transparência das decisões societárias, assim como permitindo a solução rápida dos eventuais conflitos mediante o uso da arbitragem.

Outras medidas são, todavia, necessárias para que o mercado possa funcionar plenamente. Algumas delas são de ordem fiscal, como a extinção da CPMF

nas operações realizadas em Bolsa. Outras são culturais, dependendo da mudança da relação entre controlador e acionistas minoritários e preferenciais. Cabe, no caso, substituir a posição soberana do controlador por uma verdadeira parceria, por ele liderada, mas existindo no interesse comum de todos, ou seja, da empresa.

No atual contexto, a lei está dando à CVM os meios necessários para cumprir as suas funções não só de fiscal e reguladora do mercado, mas também de catalisadora do seu bom funcionamento. É preciso, agora, que as demais providências sejam tomadas para que, mesmo numa fase de relativa recessão mundial, o mercado de capitais possa crescer e desenvolver-se quantitativa e qualitativamente no interesse não só dos seus integrantes, mas do Brasil, em virtude de suas importantes repercussões tanto econômicas como sociais.

Nunca o país precisou mais do que hoje de um mercado de capitais realmente eficiente e portanto transparente. O mercado necessita da presença do Estado como regulador e fiscal e a nova legislação deve ser encarada menos como uma conquista definitiva do que como o início de uma nova fase da vida do mercado de capitais, que ainda necessita de muitas outras reformas, que, todavia, devem ser implantadas gradativamente. É, pois, importante e oportuno que, no Senado, já se cogite de aproveitar algumas das emendas que não puderam ser integradas ao texto para imaginar um aprimoramento da lei para o futuro, com base na experiência já decorrente do novo texto legislativo que acaba de ser aprovado.

(*) ARNOLDO WALD é Advogado, Professor Catedrático da UERJ e Presidente da Academia Internacional de Direito e Economia.
E-mail: aw@wald.com.br
