

Artigo

Convergência e Divergência nos Mercados de Capitais

Por Erik Frederico Dioli e **Marcelo Godke Veiga***

08|03|2007

É bastante aceita a idéia de que o mercado de capitais fortalecido auxilia o desenvolvimento econômico de um país. Isto se vê nos Estados Unidos e em vários países da Europa. Por meio de um mercado de capitais desenvolvido, os entes econômicos podem captar recursos a custos menos elevados, com a eliminação da intermediação bancária.

O que se nota, no entanto, é que os mercados de capitais dos vários países se desenvolvem de formas e com intensidades diferentes. Em 1932, os professores Adolph Berle e Gardiner Means publicaram o célebre estudo sob o título de "The Modern Corporation and Private Property", no qual constataram o elevado grau de dispersão das ações das companhias norte-americanas. Difundiu-se, a partir daí, o princípio da propalada separação da propriedade e do controle. De acordo com os referidos autores, em decorrência da crescente dispersão das ações das companhias entre inúmeros acionistas, o controle das macro-empresas deslocar-se-ia cada vez mais para as mãos dos seus administradores. Desapareceria, assim, a figura do "acionista controlador".

Muitos autores criticam Berle e Means por terem tido uma visão míope sobre o problema que analisavam. Quando, em 1932, anunciaram a separação da propriedade e o controle, não se deram conta de que estavam diante de um fenômeno tipicamente anglo-saxão, para o qual não necessariamente a maior parte do mundo convergia.

Rafael La Porta divulgou estudo em 1998 no qual identificava, a partir da análise de diversos países, a polarização das estruturas societárias entre dois sistemas de governança corporativa: os sistemas de capital disperso e de capital concentrado. O primeiro sistema se caracterizaria por um mercado de capitais forte, com rigorosos padrões de "disclosure" e nos quais está presente um mercado de controle societário ("market for corporate control"). Já o segundo é caracterizado pela existência de grandes blocos de controle, de mercados de capitais fracos, de incentivos para a manutenção do controle e de padrões menos rígidos de "disclosure".

Mercados de capitais desenvolvidos e providos de liquidez ainda aparentam ser uma exceção no mundo, no qual a concentração do poder de controle prevalece sobre a dispersão do capital. Entre tais exceções destacam-se os Estados Unidos e, em certa medida, o Reino Unido. O aumento da interdependência financeira internacional, entretanto, fez surgir um fenômeno por meio do qual os diversos países podem ser considerados um acionista controlador para os efeitos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. O artigo 116 da referida Lei traz a definição de controlador, que é a pessoa natural ou jurídica (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum) 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 sociedade e use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O proxy machinery é um sistema de procurações e quem o utiliza, na qualidade de mandatário, não será necessariamente o titular dos direitos de sócio referidos no artigo 116 e, conseqüentemente, poderá não ser enquadrado como acionista controlador para fins de imputação de regras de responsabilidade aplicáveis somente aquele.

Note-se que, em um sistema de capital disperso, no qual o acionista controlador, se existente, possui menos da maioria absoluta dos votos na companhia, será necessária a definição de critérios (novos ou a manutenção de antigos) para a verificação da efetiva existência do poder de controle diluído. Este assunto era tratado na revogada Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, do CMN.

O item IV da referida Resolução nº 401/76 dispunha que "na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, (...) a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia" (grifo nosso). Redação semelhante é adotada pelo regulamento do Novo Mercado e, apesar do dispositivo da Resolução estar revogado, a doutrina caminha na direção de manter esse critério para a presunção de controle diluído.

A questão é de extrema relevância, pois a verificação do exercício do poder de controle não apenas é requisito para responsabilização do seu titular em caso de abuso de poder. Com efeito, também é importante para verificação da necessidade de ser avocado o tag along, previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, em caso de alienação de ações do controlador, ainda que em número insuficiente para assegurar a maioria absoluta dos votos na companhia.

Diante do exposto, nota-se que o movimento de convergência do sistema brasileiro com a dispersão acionária deverá enfrentar diversos obstáculos e desafios. Aqueles ora descritos são apenas alguns que demandarão reflexão detida dos aplicadores do Direito para adequar a legislação brasileira à nova realidade que se delineia no mercado brasileiro de capitais.

** Advogados da área de direito bancário e mercado de capitais no escritório Levy & Salomão Advogados e professores dos cursos de pós-graduação em Direito Empresarial Internacional do Centro de Extensão Universitária/Instituto Internacional de Ciências Sociais e da Fundação Armando Álvares Penteado - FAAP*

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do Espaço Jurídico BM&FBOVESPA. O site não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Gostou deste texto?

Receba semanalmente o resumo das publicações do Espaço Jurídico Bovespa, clique aqui.

pessoa ser considerado um acionista controlador para os efeitos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. O artigo 116 da referida Lei traz a definição de controlador, que é a pessoa natural ou jurídica (ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum) 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 sociedade e use efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O proxy machinery é um sistema de procurações e quem o utiliza, na qualidade de mandatário, não será necessariamente o titular dos direitos de sócio referidos no artigo 116 e, conseqüentemente, poderá não ser enquadrado como acionista controlador para fins de imputação de regras de responsabilidade aplicáveis somente aquele.

Note-se que, em um sistema de capital disperso, no qual o acionista controlador, se existente, possui menos da maioria absoluta dos votos na companhia, será necessária a definição de critérios (novos ou a manutenção de antigos) para a verificação da efetiva existência do poder de controle diluído. Este assunto era tratado na revogada Resolução nº 401, de 22 de dezembro de 1976, do CMN.

O item IV da referida Resolução nº 401/76 dispunha que "na companhia cujo controle é exercido por pessoa, ou grupo de pessoas, que não é titular de ações que asseguram a maioria absoluta dos votos do capital social, considera-se acionista controlador, (...) a pessoa, ou o grupo de pessoas, vinculadas por acordo de acionistas, ou sob controle comum, que é titular de ações que lhe asseguram a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembléias Gerais da companhia" (grifo nosso). Redação semelhante é adotada pelo regulamento do Novo Mercado e, apesar do dispositivo da Resolução estar revogado, a doutrina caminha na direção de manter esse critério para a presunção de controle diluído.

A questão é de extrema relevância, pois a verificação do exercício do poder de controle não apenas é requisito para responsabilização do seu titular em caso de abuso de poder. Com efeito, também é importante para verificação da necessidade de ser avocado o tag along, previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, em caso de alienação de ações do controlador, ainda que em número insuficiente para assegurar a maioria absoluta dos votos na companhia.

Diante do exposto, nota-se que o movimento de convergência do sistema brasileiro com a dispersão acionária deverá enfrentar diversos obstáculos e desafios. Aqueles ora descritos são apenas alguns que demandarão reflexão detida dos aplicadores do Direito para adequar a legislação brasileira à nova realidade que se delineia no mercado brasileiro de capitais.

** Advogados da área de direito bancário e mercado de capitais no escritório Levy & Salomão Advogados e professores dos cursos de pós-graduação em Direito Empresarial Internacional do Centro de Extensão Universitária/Instituto Internacional de Ciências Sociais e da Fundação Armando Álvares Penteado - FAAP*

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do Espaço Jurídico BM&FBOVESPA. O site não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.

Gostou deste texto?

Receba semanalmente o resumo das publicações do Espaço Jurídico Bovespa, clique aqui.

manter esse critério para a presunção de controle diluído.

A questão é de extrema relevância, pois a verificação do exercício do poder de controle não apenas é requisito para responsabilização do seu titular em caso de abuso de poder. Com efeito, também é importante para verificação da necessidade de ser avocado o tag along, previsto no artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, em caso de alienação de ações do controlador, ainda que em número insuficiente para assegurar a maioria absoluta dos votos na companhia.

Diante do exposto, nota-se que o movimento de convergência do sistema brasileiro com a dispersão acionária deverá enfrentar diversos obstáculos e desafios. Aqueles ora descritos são apenas alguns que demandarão reflexão detida dos aplicadores do Direito para adequar a legislação brasileira à nova realidade que se delineia no mercado brasileiro de capitais.