

O II PND, a Reforma da Lei das S.As e o Desenvolvimento Socioeconômico

The Second PND, the development of the Brazilian Corporation and Economic Growth

Marina Fischer

1. Introdução:

O presente trabalho tem como objetivo caracterizar a Sociedade Anônima Brasileira, à luz da Lei Nº 6.404/76, como uma *estrutura jurídico-organizativa*. Procurando, ainda, evidenciar uma possível correlação entre a formalização da Lei, sob égide do II Plano Nacional de Desenvolvimento (PND), e o desenvolvimento econômico e social. Para tanto, o trabalho será dividido em três seções além desta introdução. Na primeira seção será desenvolvida uma breve reconstrução histórica do contexto histórico e do diagnóstico econômico da época – com ênfase na relação do II PND e a empresa nacional. Em um segundo momento, será analisado com maior minúcia o processo de desenvolvimento da Lei Nº 6.404/76 e seus desdobramentos econômicos e sociais. E, por fim, uma conclusão e breve reflexão dos resultados obtidos.

É fundamental para uma melhor compreensão da atualidade e dos institutos que nos cerceiam, o estudo e a análise da história. Os significados e noções empregados hodiernamente com tamanha naturalidade e precisão, carregam em si condicionantes históricos. Daí a importância de compreender o contexto em que estes se inserem nos processos decisórios e na conjuntura como um todo. Assim, o presente trabalho objetiva proporcionar uma contextualização do cenário em que se deu – e antecedeu – a lei das sociedades anônimas de 1976.

A empresa é considerada um instituto-chave da sociedade contemporânea, possuindo importância tanto econômica como social, de forma a constituir célula fundamental da economia clássica e à quem uma imensa maioria da população economicamente ativa depende. O bom desempenho das empresas beneficia a consecução dos interesses do país, dado que a administração pública depende, fundamentalmente, de impostos e do adequado funcionamento da máquina arrecadadora (*fonte da maior parte das receitas físicas*). Ademais, as empresas são fontes produtoras

que alimentam o consumo interno e as exportações, imprescindíveis a uma postura competitiva diante de uma economia globalizada. Dessa forma, é possível identificá-las como uma instituição social que serve de elemento explicativo e definidor da civilização contemporânea.

A empresa pode ainda ser interpretada, a um só tempo, como uma conjunção de elementos econômicos e sociais, de forma a preservar não apenas interesses privados mas também àqueles relacionados aos que interferem ou sofrem efeitos relacionados à sua existência. Dado seu dinamismo, influência e poder de transformação, a instituição que melhor explica e define a sociedade moderna é a empresa. Já que esta traduz um organismo multidisciplinar que faz com que as regras de consumos sejam estabelecidos, impostos sejam arrecadados, demandas e ofertas reguladas e o desenvolvimento promovido.

Conceber a empresa como um organismo, ou agrupamento hierarquicamente organizado, parte de sua composição que relaciona indivíduos entre si pelos mais variados vínculos – quais sejam os contratos de sociedade, de trabalho, de fornecimento, etc. – com a cooperação para a consecução de um fim determinado. No tangente a compatibilização do objetivo do lucro e da atividade empresarial com finalidades de interesse do povo, é necessário ressaltar que as sociedades empresariais, enquanto pessoas jurídicas, não são tão “responsáveis” quanto o Estado pela observância dos direitos individuais. No entanto, não é justificável a priorização do escopo lucrativo em detrimento da efetivação e do respeito aos direitos fundamentais do indivíduo. Ademais, a sociedade empresária possui a função social ao passo que gera riquezas econômicas, contribuindo para o desenvolvimento social do país.

A essência da expressão *estrutura jurídico-organizativa* está associada ao fato de a disposição dos agentes para o exercício da atividade empresarial dispor de sobremaneira para o desenvolvimento econômico e social. Araujo¹ caracteriza as sociedades por ações como exemplos de estrutura jurídico-organizativa, ao passo que estas são consideradas verdadeiras “*machine juridique*”, de um “*merveilleux instrument du capitalisme*”, assim como uma das maiores invenções da civilização ocidental. De forma que, através de sua

¹ D. BORGES DOS SANTOS GOMES DE ARAUJO, *Empresa e Desenvolvimento: Importam as estruturas jurídico-organizativas à disposição dos agentes para o exercício de atividades empresariais*. Artigos Direito GV, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, out.2009.

categorização, é evidente a importância destas para a ordem socioeconômica e para o desenvolvimento.

2. Diagnóstico da Conjuntura Brasileira:

O crescimento econômico pode se manifestar de diversas maneiras, correspondendo à formas particulares da pauta poupança - investimento. Por inúmeras razões, a pauta de crescimento econômico escolhida pode não corresponder à ideal – ou seja, quando a poupança é obtida às custas de concentração de renda e riqueza; ou quando os recursos da poupança são canalizados para o financiamento de projetos com tecnologias desnecessariamente sofisticadas e com função de produção intensiva em capital, enquanto há desemprego de ampla parcela da população economicamente ativa; ou quando os recursos convergem desigualmente para regiões menos necessitadas, ampliando as desigualdades regionais; quando os recursos são aplicados em atividades predatórias que, embora com alto retorno a curto prazo, prejudicam a qualidade de vida das populações presentes e futuras; e, ainda, quando a concentração do poder econômico tende a concentrar as decisões sobre amplos interesses nacionais. Assim, como aponta Miguel Delmar de Oliveira², incorrendo qualquer motivação de natureza igual ou similar às mencionadas, não importa quão rápido se faça o crescimento econômico, este dificilmente será correspondente ao desejo da comunidade e, ainda, dificilmente se sustentará por muito tempo.

O Brasil do início dos anos 1970 apresentava uma expectativa tumultuada quanto ao crescimento econômico, uma vez que após a expectativa de retomada de crescimento econômico, em 1968, o choque do petróleo e a recessão economia mundial de 1973 marcaram o início de uma nova fase para a economia nacional. Com a posse de Ernesto Geisel, em 1974, inaugurou-se uma nova fase da política econômica brasileira, marcada por aumento da oposição civil ao regime militar e maior dificuldade da aplicação das políticas econômicas. Em meio a esse contexto que, em fins de 1974, foi lançado o ambicioso II Plano Nacional de Desenvolvimento, que visava combinar a manutenção de altas taxas de crescimento com a mudança no estilo do desenvolvimento econômico brasileiro.

² M.D.OLIVEIRA, *Introdução ao Mercado de Ações*, Comissão Nacional de Bolsas de Valores, Belo Horizonte, 1983.

O diagnóstico exposto pelo II PND traduzia, em linhas gerais, o reconhecimento da gravidade da situação econômica internacional, uma vez que a crise do petróleo afetava “*os fundamentos da sociedade industrial moderna*”. Sendo vital para o Brasil, uma vez posicionado em um limiar entre o desenvolvimento e o subdesenvolvimento, readaptar-se a nova realidade. Para tanto, seria decisivo o fortalecimento do parque industrial brasileiro, de forma a torna-lo mais autônomo e dotado de insumos básico e bens de capital. Reforçando a produção e o empresariado nacional, reafirmando o “*Brasil como Potência Emergente*”. O país deveria, ainda, reduzir sua dependência em relação a taxa de investimento (e a política de desenvolvimento) em relação a capacidade de importar.

A orientação de substituição das importações não agradou, no entanto, as multinacionais, que importavam equipamentos (muitas vezes já usados) de seus países de origem, visando uma rotação mais rápida do capital da empresa mãe (ou de filiais de países em que a concorrência não se compadecia da manutenção de equipamentos obsoletos). O diagnóstico relativo à vulnerabilidade externa associada à uma estrutura produtiva incompleta, uma das principais características do subdesenvolvimento brasileiro, foi “atacado” com políticas nacional-desenvolvimentistas bastante similares às adotadas nos anos 1950. Tendo visado a ampliação da autonomia nacional por meio da internacionalização da base técnica produtiva. Contudo, a incapacidade do mercado em operar as transformações necessárias, acabou por impor atuação decisiva do Governo – através de investimentos diretos e de apoio nacional, chamado de “perna fraca do tripé”.

Um dos principais fatores que haviam permitido o acelerado crescimento da economia a partir de 1968, foi o grande apoio financeiro ao desenvolvimento de empresas e projetos de investimento. Entretanto, esse não seria suficiente e nem se manteria efetivo no longo prazo. Ademais, o país ainda enfrentava uma séria problemática relativa ao seu mercado de capitais, principalmente no tangente a sua dimensão. Um dos principais indícios evidenciavam-se na elevada procura por empréstimos externos, em uma escala muito superior à capacidade da economia em absorver capitais estrangeiros. Somado a isso, não havia uma cultura de investimento no país, evidenciado pelas altas taxas de juros – utilizadas como atrativos para poupanças voluntárias.

2.1 O mercado interno de capitais:

A origem das sociedades anônimas remonta ao nascimento do mercado de ações, que surgiu em meio à impossibilidade do mercado de crédito em propiciar recursos suficientes – *especialmente no curto prazo* – para o custeio da atividade produtiva. A

medida que a economia cresce, as pequenas unidades produtoras deixam de ser suficientes para produzir os bens e serviços demandados pela comunidade. Ademais, algumas atividades só são economicamente viáveis quando produzidas em grande escala demandando, dessa forma, grandes investimentos. Os empresários que se dedicam a tais atividades, visando responder ao aumento da demanda, buscam elevar sua produção – através do uso de capital próprio e de seus poucos sócios ou, ainda, através de empréstimos concedidos por bancos e outros agentes econômicos. Naturalmente, mesmo com o reinvestimento total de todo o lucro obtido, chegará um momento que a relação entre o capital de terceiros e o próprio torna-se tão elevado, que os credores aumentam a taxa de juros de empréstimo (*podendo inclusive deixar de emprestar, caso o risco relacionado ao empreendimento do empresário torne-se muito elevado*).

A solução mais plausível, neste caso, parece ser simplesmente aumentar o número de sócios da empresa, de forma a aumentar o volume de capital investido, sem a obrigatoriedade de resgate em um prazo determinado. O empresário, que admitamos seja uma pessoa influente e bem relacionada, poderia conseguir novos acionistas em sua própria comunidade. Ao fortalecer a estrutura de capital da empresa, o empresário fictício, muito provavelmente também conseguirá mais empréstimos. Nesse sentido, este seria o limite de uma empresa “*fechada*” (de estrutura familiar e sem acesso ao mercado de ações).

No entanto, imaginemos que o porte do empreendimento desejado exija recursos ainda maiores. Embora a comunidade esteja muito animada com o projeto, o empresário não consiga vender mais ações. Muito embora o empreendimento seja rentável – individualmente para o empresário e socialmente para a comunidade – este exige um *prazo de maturação longo*. De forma que o interesse de entrada de novos acionistas, que aceitem esperar tanto tempo para obter retornos, seja reduzido. A menos que estes tivessem para quem vender as ações quando decidissem!

Até o início dos anos 1960 a sociedade brasileira investia, principalmente, em ativos reais (como imóveis) evitando aplicações em títulos públicos ou privados, uma vez que o *ambiente de inflação elevada* somado a chamada Lei da Usura - que limitava a taxa de retorno em 12% ao ano - impedia o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo no país.

A partir de 1960 iniciou-se, então, um processo de reversão do PIB, caindo de 10,3% em 1961, para 5,2% em 1962, chegando a ínfimos 1,6% em 1963. A inflação, por sua vez,

que atingia a casa dos 40% em 1959, chegou aos 90% em 1964. Em meio a um cenário econômico tão pessimista, o governo passou a buscar meios de estimular o financiamento da indústria, primordialmente o setor de consumo durável que havia liderado o crescimento durante o Plano de Metas. Em 1964 foi iniciado, como consequência, um programa de reforma da economia nacional, incluindo a reestruturação do mercado financeiro. Já no primeiro ano passou a vigorar a Lei N° 4.537/64, que constituiu a correção monetária através das ORTNs (Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional), assim como as reformas voltadas para a construção de um sistema financeiro à semelhança do norte-americano – competitivo, segmentado e com importante papel no mercado de recursos de longo prazo – por meio das Lei Bancária (Lei 4.595/64) e Lei do Mercado de Capitais (Lei 4.728/65). Objetivava-se, ainda, capacitar o desenvolvimento de estruturas de captação e de alocação de recursos, convencionalmente chamadas de *financial deeping*.

Como consequência, a nova legislação modificou o mercado acionário ao passo que: transformou os corretores de fundos públicos em Sociedades Corretoras – forçando dessa maneira sua profissionalização; criou os Bancos de Investimento, aos quais foi atribuída a tarefa de desenvolver a indústria de fundos de investimento; criou uma diretoria no Banco Central – Diretoria de Mercados de Capitais, cujo objetivo era regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto. Paralelamente, foram introduzidos incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais destaca-se os Fundos 157 uma opção dada aos contribuintes para utilizar parte do imposto, quando da Declaração do Imposto de Renda, em aquisição de quotas de fundos de ação de companhias administradas por instituições financeiras de livre escolha do aplicador.

Em decorrência dos incentivos fiscais criados pelo Governo Federal, grande parte do volume de recursos foi direcionado ao mercado de ações, provocando uma rápida ascensão da demanda por ações por parte dos investidores, que sem que houvesse aumento simultâneo das emissões de ações pelas empresas desencadeou em um boom da Bolsa do Rio de Janeiro entre dezembro de 1970 e julho de 1971, dada uma forte onda especulativa e aumento progressivo da cotação das ações.

Como efeito da onda especulativa, a partir de julho de 1971 foi iniciado-se um processo de venda de ações por parte dos investidores mais esclarecidos e experientes. De forma a agravar ainda mais o quadro de crise em meio a um cenário de emissão

progressiva das empresas. Os demais investidores, assustados com a rapidez e magnitude dos movimentos de baixa, também passaram a procurar vender seus títulos rapidamente, tornando a crise ainda mais profunda. Conseqüentemente, em pouco tempo, deu-se o então conhecido “*boom de 1971*”, que mesmo apresentando curta duração, teve conseqüências duradoras. Como conseqüência o mercado brasileiro manteve-se por anos estagnado, as ofertas de ações das companhias mostraram-se demasiadamente frágeis e sem compromissos para com seus acionistas, de forma a provocar grandes prejuízos e a manchar a reputação do mercado acionário.

As empresas nacionais, que à época viam-se em plena expansão, voltaram-se para as operações de crédito, tendo optado por empréstimos externos dada a facilidade proporcionada pela confiança depositada, à época, no Brasil pelos meios financeiros internacionais. Além da facilidade da obtenção de capital externo, a própria estrutura do setor financeiro brasileiro levava a uma repulsa de investidores. Aplicadores voluntários de poupança davam preferência à alternativas que lhe rendiam juros e correção monetária, evitando aquelas que ofereciam dividendos como remuneração. Como conseqüência, a capitalização da empresa dava-se por meio dos recursos canalizados através de empréstimos, uma vez que estas eram carentes de recursos advindos de participação acionária. A solução para Bulhões³ seria, nesse sentido, não o desestímulo ao ingresso de capital estrangeiro, mas sim o fortalecimento do mercado de capitais, de forma a habilitar a empresa nacional a contar com o próprio capital acionário.

A recuperação das cotações viria apenas a partir de 1975, por meio de novos aportes de recursos (Fundo PIS/PAPEP; criação das Sociedades de Investimento – Decreto-Lei 1.401), além de maiores investimentos via Fundo de Pensão. Outras medidas também foram adotadas visando o incentivo do crescimento do mercado, tais como a possibilidade de abatimento no imposto de renda de parte dos valores aplicados na subscrição pública de ações decorrentes de aumento de capital; a isenção fiscal dos ganhos obtidos em Bolsa de Valores e programas de financiamento à juros subsidiados efetuados pelo BNDE aos subscritos de ações distribuídas publicamente.

Ademais, a Lei N° 6.404/76, nova Lei das Sociedades Anônimas, surge como uma grande auxiliadora no processo de recuperação do quadro de estagnação do mercado acionário. Uma vez que sob o ponto de vista jurídico, em princípio, a grande empresa é

³ In: M.D.OLIVEIRA, *Tratado cit.* (nota 2 *supra*).

revestida na forma de sociedade por ações, de forma que a modernização da legislação acionária que, à época, datava de 1940 – tendo sido concebida frente a outra realidade, dotando como modelo a sociedade fechada – permitiu a adequação as necessidades do momento.

2.2 A empresa privada nacional:

Dentre os principais empecilhos para o crescimento e desenvolvimento da empresa nacional, Mário Henrique Simonsen⁴ destaca a concentração da grande empresa nas mãos do capital estrangeiro e do Governo.

“O Estado controla hoje setores vitais do desenvolvimento nacional, como a produção de energia elétrica, o setor de petróleo, siderurgia, etc. Indústrias de grande porte como a automobilística, a mecânica pesada, a de material elétrico, estão praticamente sob o controle de capitais estrangeiros.”

Restando a empresa nacional o sistema financeiro, permeado pela concorrência dos bancos estatais, e outros pequenos setores que não chegavam a constituir uma grande empresa de fato. Evidenciando, conseqüentemente, uma tendência à marginalização da empresa privada nacional. Ademais, o processo tecnológico e a imposição de economias de escalas mostravam-se cada vez menos acessíveis às pequenas e médias empresas. De forma que a grande empresa parecia *destinada* apenas ao capital estrangeiro e estatal, estando o empresariado nacional “*condenado ao progressivo esmagamento entre dois gigantes*”. Somado ao “esmagamento”, o empresariado local ainda enfrentava duras problemáticas de cunho econômico, como: (i) a constante e crônica elevação dos preços; (ii) o resultado do artificialismo de medidas econômicas e, (iii) os fatores inibidores do crescimento oriundos de uma tradição familiar do setor.

Mário Henrique Simonsen aponta três motivos principais para os efeitos nefastos da inflação sobre a empresa privada nacional: (i) a *imprevisibilidade orçamentária*, a qual levou o setor privado a abandonar inúmeros projetos de prazo de maturação relativamente longa diante de sucessivos “estouros de caixa”; (ii) o fato de muitas empresas terem se deixado iludir por *lucros fictícios*, ou seja, muitas empresas ao considerarem os valores nominais deixavam de perceber a realidade expressa nos valores reais, deixando de perceber que operavam em prejuízo e; (iii) a existência de uma política de *controle de preços* também dificultava a manutenção da receita e, por conseguinte, dos lucros das empresas.

⁴ M.H.SIMONSEN, *Brasil 2002*, Editora Anpec, 1972.

Ainda, assim como mencionado, o volume sob a forma de empréstimo e financiamentos aos quais uma empresa pode recorrer para financiar sua expansão (*a uma taxa superior a sua taxa de autofinanciamento*), é limitada a longo prazo pela proporção máxima de recursos de terceiros com relação aos recursos próprios admitida tanto pelo mercado como pelos próprios proprietários. À medida que o nível de endividamento da empresa se eleva, diminui proporcionalmente à margem do ativo que seve como garantia aos empréstimo aumentando, conseqüentemente, o risco de que a redução da receita leve a uma situação em que o prejuízo comprometa parcela significativa do patrimônio líquido e eleve o risco do prestador. A partir de certo ponto, o prestador não mais estará disposto a fornecer recursos à empresa, mesmo que essa disponha-se a remunera-lo a uma taxa de juros mais elevada. Ademais, um alto nível de endividamento representa um risco elevado também pra o empresário, na medida em que a empresa torna-se mais vulnerável a oscilações de curto prazo na sua taxa de lucro.

Para um empresa com elevado nível de endividamento, qualquer redução, ainda que temporária, da taxa de lucro pode provocar sua falência. Como consequência, ainda que por determinados período de tempo a empresa possa crescer a uma taxa mais elevada do que aquela permitida por sua capacidade de autofinanciamento e pela poupança do grupo controlador, lançando mão de recursos externos – seja sob a forma de participação societária, seja mediante uma elevação no seu nível de endividamento – a longo prazo existe um limite à sua taxa de crescimento, que é determinada por sua capacidade de autofinanciamento mediante geração de lucro.

3. A Sociedade Anônima Brasileira:

No que concerne à sociedade anônima brasileira, em específico, Tavares Borba⁵ evidencia quatro características principais: (i) é sociedade de capitais; (ii) é sempre empresária; (iii) seu capital é dividido em ações transferíveis pelos processo aplicáveis aos títulos de crédito e, (iv) a responsabilidade dos acionistas é limitada ao preço das ações subscritas. Ademais, o artigo 1º da Lei N° 6.404/76 acrescenta mais um característica a estas: (v) a limitação da responsabilidade dos acionistas pelas dívidas e obrigações sociais ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, decorrendo ainda outra característica (vi) a facilidade de venda da participação societária, ou a livre

⁵ J.E. TAVARES BORBA, Direito Societário, 8ª ed., Renovar, Rio de Janeiro, 2003.

circulação das ações. De forma que as ações das sociedades anônimas são, por natureza, transferíveis – salvo hipótese de limitações impostas em estatuto (art.36).

Nas sociedades anônimas, o que ganha relevância é a aglutinação de capitais, não importando a pessoa dos demais sócios, não havendo entre estes o chamado *intuitu personae*. Ou seja, a associação é, na verdade, de capitais, pois estes é que são fundamentais para a existência e continuidade da sociedade. Esses capitais têm, evidentemente, titulares, mas esses titulares poderão variar constantemente, até diariamente, sem que a sociedade seja em nada afetada. A sociedade anônima é sempre empresária (Art.2), diferentemente dos demais tipos societários, que poderão ser empresários ou não – ressalva a sociedade *stricto sensu* que jamais poderá ser empresária. Assim, mesmo que se destine a uma atividade não empresária, como por exemplo a atividade intelectual, a sociedade será empresária

A responsabilidade do acionista é rigorosamente limitada, pois apenas responde pela integração do preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir (Art. 1º). Integralizada a ação, ou seja, pago o seu preço, encontra-se o acionista liberado de qualquer exigibilidade adicional, tanto por parte da sociedade como de seus credores. Vindo a sociedade a incorrer em falência, não sofrerá o acionista qualquer reflexo dessa situação que apenas atingirá a própria companhia e o seu patrimônio.

3.1 O Anteprojeto

No início da década de 1970 tornou-se evidente que o Decreto-lei 2.627/40, elaborado sob outra contexto e conjuntura econômica, tendo o modelo de sociedade anônima fechada como ideal, não mais correspondia as necessidades do empresariado brasileiro. A nova dimensão da economia nacional, assim como o avanço tecnológico, demandavam uma estrutura de indústria, tanto de base como de infraestrutura, com capacidade de escala cada vez maior. Consequentemente, para poder propiciar um crescimento de tal magnitude, os grupos empresariais também precisariam ampliar o volume do capital de risco excedente. Todavia, limitados ao reinvestimento dos lucros de suas empresas em operação e sem a opção de obtenção de capital adicional em mercado primário de ações, o empresariado privado nacional via-se praticamente excluído dos setores básicos da economia nacional.

Dessa forma, em outubro de 1971, por iniciativa do IPEA (Instituto de Planejamento Econômico e Social), decidiu-se promover a elaboração de um projeto de

reforma da lei das sociedades anônimas. No entanto a iniciativa não prosperou, uma vez que o Governo encontrava-se, à época, especialmente interessada na redação de um novo Código Civil de unificação de todo o direito privado, havendo assim o entendimento que uma normatização de tal espécie já encontrar-se-ia nesse incluída.

Todavia, em agosto de 1974, uma nova e frutífera tentativa se fez presente por iniciativa dos ministérios da Fazenda e do Planejamento. O Governo Geisel continuou a elaborar o anteprojeto do novo Código Civil, destinando a elaboração do Anteprojeto aos cuidados de Alfredo Lamy Filho e José Bulhões Pedreira. Fundamentando-se no argumento da inconveniência que resultaria caso este fosse realmente atrelado ao no Código Civil, dada à inevitável inflexibilidade dos códigos e da importância da mudança normativa como instrumento de organização da grande empresa – essencial para o processo de desenvolvimento econômico nacional. De forma que estabeleceu-se que o:

“O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade⁶.”

Dessa forma, assim como pode ser claramente notado no trecho acima, retirado da Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda, o Anteprojeto foi desenvolvido com de desenvolver um mercado acionário no país através de uma ampliação de incentivos que pudessem garantir a atração de acionistas (investidores). Uma vez que, como destacam Lamy Filho e Bulhões Pedreira:

“O Anteprojeto foi elaborado no reconhecimento da necessidade de uma reforma cultural, como condição para a criação do mercado primário de ações. Por isso, procurou definir os direitos dos acionistas, e dos administradores, e fixar-lhes o comportamento nas unidades empresariais e nos grupos societários, adotando soluções ou criando normas com o objetivo precípua de modificar ideias, crenças, os padrões de comportamento e os valores errados do nosso sistema cultural, a fim de restaurar as condições básicas para o funcionamento da S.A, e permitir a criação da grande empresa privada nacional⁷”

No entanto, para Modesto Carvalhosa⁸, a real eficácia do Anteprojeto fez-se questionável, uma vez que as empresas multinacionais poderiam – face ao regime de igualdade jurídica brasileiro – aproveitar dos instrumentos normativos de aquisição de

⁶ MINISTÉRIO DA FAZENDA, Exposição dos Motivos N° 196, 24/06/1976, p.1.

⁷ A.LAMY FILHO – J.L. BULHÕES PEDREIRA, *A Lei das S.A.*, 3ª ed., Renovar, 1997, pp. 160.

⁸ M.CARVALHOSA, *A Nova Lei das Sociedades Anônimas*, 2ª ed., Paz e Terra, 1977.

controle propostos pelo Anteprojeto, absorvendo as remanescentes empresas privadas brasileiras. Criando *conglomerados financeiros-industriais-comerciais*⁹, assim como utilizar-se dos sofisticadíssimos mecanismos jurídicos para a emissão de debêntures, colocando-as nos mercados internacionais, onde são conhecidas e têm crédito ilimitado.

“Por isso tudo, o modelo de sociedade anônima proposto no anteprojeto presta-se muito mais à expansão das multinacionais do que, propriamente, à criação da GRANDE EMPRESA NACIONAL¹⁰.”

3.2 A Lei 6.404/76

A seção tem como objetivo destacar e avaliar as principais mudanças proporcionadas aos acionistas através da promulgação da Lei 6.404/76.

3.2.1 A instituição do dividendo mínimo obrigatório:

Assim como exposto anteriormente, o Anteprojeto da Lei das S.A evidenciou a necessidade de uma *reforma cultural* para que a expansão do mercado mobiliário se dar e, conseqüentemente, favorecer a capitalização da grande empresa privada nacional. Nesse contexto, a formação de expectativa de rendimentos futuros e o entendimento do conceito de valor de ação. Acontece que uma das razões que levavam ao desincentivo da participação do cidadão brasileiro comum – ou seja, da aplicação de sua poupança no mercado acionário – consistia em prática comum à época: as companhias após capitalizarem-se, não distribuíaam os lucros a seus acionistas. De forma que, como exposto:

“C) A lei devesse tornar obrigatória, sempre que houver lucro (em termos reais, ou seja, já considerados em sua determinação os efeitos da inflação, enquanto esta subsistir) a distribuição de parte dele como dividendo, para dar ao investidor o direito de decidir quanto à forma de reinversão dos ganhos. Por esse caminho, seriam melhoradas as condições de estabilidade do próprio mercado, pela maior segurança, para o público da participação efetiva nos resultados das empresas, sem a dependência (hoje quase absoluta) das condições de liquidez do mercado e das flutuações das cotações; como forma de transição, estabelecer-se-ia sistematicamente de dois parâmetros simultâneos: um relacionamento com o lucro real de cada exercício (em percentual a ser estabelecido, com margens de segurança que impeçam qualquer possibilidade de descapitalização da empresa), e outro com um dividendo mínimo de 6% anuais, cumulativos, sobre o valor do capital. A obrigatoriedade de pagamento em dinheiro incidiria sobre o valor mais alto¹¹”

⁹ Para entender mais sobre os conglomerados no Brasil: J.P.MACARINI, A política bancária do regime militar: o projeto de conglomerado (1967-1973), *Economia e Sociedade*, v.16, n.3, Campinas, dez. 2007, p.343-369.

¹⁰ M.CARVALHOSA, *Tratado cit.* (nota 9 *supra*), p.36.

¹¹ A. LAMY FILHO – J.L. BULHÕES PEDREIRA, *Tratado cit.* (nota 8 *supra*), p.141.

Dessa forma, a determinação do dividendo mínimo (art.202) objetivou capacitar a proposta ao adequar e tornar equitativa a relação “*empresa-acionista-minoritário*”, garantido à participação acionária uma contrapartida justa (participação nos resultados). Apesar de o instituto do dividendo mínimo obrigatório não impor um percentual obrigatório a ser seguido, definiu um conjunto mínimo de regras a serem seguidas. De forma que, a companhia não perdeu sua liberdade em estabelecer do percentual, mas ao acionista foi garantida a minúcia e precisão de seus direitos, limitando o poder discricionário do acionista controlador.

3.2.2 Alteração do limite de participação das ações preferenciais e a figura do controlador:

A nova legislação facultou pela ampliação da proporção das ações preferenciais, alterando o limite de emissão de ações preferenciais sem direito a voto de 50% para 2/3 do capital social, e incluiu a limitação das ações com voto restrito. O aumento do limite teve como objetivo ampliar a liberdade do empresário privado nacional no tangente à organização da estrutura de capitalização da empresa. De forma a permitir a criação de estímulo ao mercado acionário sem comprometer, por sua vez, a posição de controle do empresariado.

Esperava-se que, pelo lado dos ofertantes de recursos, que a manobra permitisse a atração de investidores desinteressados em monitorar as decisões de investimento da empresa ou, então, dispostos à abrir mão da participação (voto) em troca de vantagem econômica compensatória.

A maior crítica elaborada em relação ao novo percentual de preferenciais permitido, tange as consequências do grau de dispersão do capital votante das empresas. Com o novo limite, tornou-se possível adquirir e manter o controle de uma empresa com apenas 51% das ações ordinárias, ou seja, 16,6% do capital total da empresa – caso emitidas ações preferenciais em seu limite máximo, ou ainda, com um percentual ainda menor de capital total, no caso de emissão de ações ordinárias ao portador.

Como consequência, os acionistas minoritários (*ordinaristas ou preferencialistas*) acabam por se encontrar em situação de maior exposição e suscetibilidade às decisões unilaterais do(s) acionista(s) controladores(s). No entanto, buscando assegurar os direitos dos acionistas minoritários, o artigo 116 atribuiu *status* próprio à figura do acionista controlador e configurou, nesse sentido, uma inovação em relação a norma jurídica

anterior. Contudo, como se é sabido, as pessoas jurídicas tem o comportamento e a idoneidade de quem as controla, mas nem sempre o exercício deste é responsável ou atingível pela lei, pois oculta-se atrás do véu dos procuradores ou dos terceiros eleitos para administrar a sociedade.

Todavia, a empresa em um contexto econômico moderno, tem poder e importância social de grande relevância e consequência à comunidade. De forma que seus dirigentes devem assumir, frente a tal contexto, responsabilidade pelos atos tanto benéficos como como nocivos que causam. De forma que o tema cresce em importância quando considerados casos em que o controlador configura-se em sociedade ou grupo estrangeiro, que fica, por força de sua origem, excluído inclusive de sanções morais da comunidade. Como meio de evitar comportamentos danosos, o artigo 117 impõe ao acionista controlador a responsabilidade dos atos praticados como abuso de poder, exemplificando modalidade mais frequentes do exercício.

3.2.3 Vantagens econômicas das ações preferenciais

Apesar da previsão de vantagens econômicas na forma de dividendos aos titulares de ações preferenciais já estarem contidas no Decreto-Lei 2.627/40, a nova legislação considerou necessária a ampliação destas escopo destas. Dada a permissão de ampliação na emissão de ações preferenciais (vide 3.2.2), considerou-se necessário assegurar uma melhor prática da política de direitos de tais ações, principalmente dada a contrapartida da perda do direito ao voto. Ademais, a preocupação relativa à necessidade de garantir vantagens econômicas aos proprietários de ações preferencias estão relacionadas à baixa liquidez dessas ações no mercado. Uma vez que, acionistas preferencialistas além de não gozarem de um poder de monitoramento efetivo, também não possuem possibilidades fáceis de saída do investimento.

Contudo, críticos argumentam que a Lei 6.404/76 não foi capaz de garantir de forma efetiva as vantagens às ações preferenciais. O entendimento predominante quanto à formulação do artigo 17, é de completa imprecisão do mesmo. As vantagens econômicas apontadas no artigo, são tidas como condições necessárias à se atribuir às ações preferenciais. No entanto, dada a redação não impositiva, que contém “podem constituir”, a interpretação acaba por poder constituir uma segunda compreensão, de que as vantagens elencadas constituem meros exemplos de possíveis direitos a serem atribuídos às ações preferenciais.

3.2.4 Ampliação do direito de preferência:

O direito de preferência constitui da prerrogativa atribuída aos acionistas da companhia no caso de aumento de capital, de subscreverem prioritariamente as ações da companhia na proporção de sua participação no capital da empresa de acordo com o tipo ou classe de que são titulares. O direito de preferência visa impedir, nesse sentido, a diluição da participação dos acionistas minoritários mediante aumento do capital da companhia. A Lei das S.As. de 1976 ampliou o direito de preferência que, de acordo com o Decreto-Lei nº. 2.627/40, era exercido somente no caso de emissão de ações, também para as partes beneficiárias, as debentures conversíveis em ações e os bônus de subscrição.

Ademais, o preço da emissão também pode representar uma razão para a diluição da participação dos acionistas minoritários. O Art. 170 da Lei nº 6.404/76 visando impedir a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, previu como critério de proteção a fixação do preço de emissão, estabelecendo para tanto parâmetros como: a cotação das ações no mercado, valor de patrimônio líquido e as perspectivas de rentabilidade da empresa¹².

3.2.5 Incremento nas situações que dão direito de retirada ao acionista

O direito de retirada constitui-se no “direito que o acionista tem de ao discordar de certas deliberações da Assembleia Geral, nos casos previstos em lei, retirar-se da Sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações¹³” e está previsto no artigo 136 da lei de 1976. Assim, em casos como estes, é obrigação da companhia pagar aos acionistas dissidentes o valor de suas ações.

3.2.6 A instituição da Oferta Pública

Teve como finalidade a regulação da aquisição de controle mediante oferta pública – processo de uso frequente no direito norte-americano e inglês, já regulado no direito francês, e que mesmo no Brasil, à época, apresentava alguns precedentes. Por essa forma, impôs-se uma disciplina normativa da oferta acionária que levasse em conta todos os interesses envolvidos. Uma vez que sua inexistência pode trazer ao mercado, as empresas e, especialmente aos acionistas e investidores grandes prejuízos.

¹² P.M.SARNO. A Criação da CVM e a Regulação do Mercado de Capitais no Brasil – 1976/1986. Tese (doutorado em economia), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

¹³ N. EIZIRIK, *A Lei das S/A Comentada*, Quartier Latin, São Paulo, 1997, p.61.

3.2.7 Voto Múltiplo

No tangente à participação (ou monitoramento) a ser exercida pelos acionistas, a lei prevê a possibilidade de voto múltiplo nas eleições de conselheiros aos acionistas que representam, no mínimo, um décimo do capital social com direito a voto. Assim, existindo ou não previsão no estatuto social da empresa, tais acionistas podem requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do Conselho – de forma a ser reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos em um só candidato ou distribuí-los entre vários.

Tal procedimento permite a concentração de votos dos acionistas minoritários em prol de um ou mais candidatos que possam vir a representar seus interesses. No entanto, os dispositivos de 1976 não mencionam os acionistas preferencialistas.

3.2.8 Criação de agente fiduciário e a flexibilidade dos contratos

Visando o aumento da proteção dos investidores, a lei adotou a função do agente fiduciário (art.66) dos debenturistas previsto no anteprojeto. Tomando como modelo o “*trustee*”, do direito anglo-saxão, e adaptando-o à técnica jurídica brasileira. Uma vez que a proteção eficiente dos direitos e interesses dos debenturistas requer fiscalização permanente e atenta por indivíduo habilitado, com responsabilidade de administrar bens de terceiros e que não mantenha, principalmente, interesses conflitantes com os debenturistas, cujos direitos e interesses deve proteger (art.67).

Ainda, considerando que as debêntures no mercado deveriam ter suas condições de prazo, remuneração e colocação adaptadas à situação do mercado de capitais no momento de seu lançamento. Admitiu-se que nas companhias abertas a Assembleia Geral delegaria ao Conselho de Administração competência para fixá-las. Ainda, a lei permitiu uma maior flexibilização das decisões relativas à emissão e as garantias de debêntures (Cédula Pignoratícia de Debêntures¹⁴). O art. 72 criou um instrumento adicional para o financiamento de companhias mediante poupanças captadas no mercado de capitais, que

¹⁴ A *Cédula Pignoratícia de Debêntures* tem como finalidade permitir que as instituições financeiras possam exercer com maior flexibilidade e eficiência a intermediação entre as companhias e o mercado de capitais de empréstimo. Quando as condições de mercado não permitirem ou não recomendarem a distribuição imediata da emissão de debêntures no montante ou com prazos de vencimento requeridos pela companhia, a instituição financeira passa a ter possibilidade de subscrever a emissão. De forma a mantê-la em carteira para distribuição no mercado em momento mais oportuno, dispendo durante este período da Cédula Pignoratícia para captar recursos financeiros no mercado.

é título de emissão privativa de instituições financeiras, garantido pelo penhor de debêntures.

3.3 A Lei 6.404/76 e a empresa nacional

A seção tem como objetivo avaliar as principais mudanças observadas na economia brasileira, no tangente principalmente a capitalização da empresa e seu desenvolvimento, após a promulgação da Lei 6.404/76.

Assim como mencionado anteriormente, uma das mais importantes funções dos mercados financeiros é a constante reunião de recursos para a capitalização das empresas que nela negociam suas ações. Nesse sentido, como foi destacado pelos diagnósticos apresentados nas seções anteriores, o crescimento econômico pode ser alcançado através do amparo do capital estrangeiro e da presença estatal. A empresa privada nacional da década de 1970, no entanto, encontrava-se fortemente descapitalizada, refletindo as distorções do setor financeiro e, especialmente do mercado financeiro.

A *Tabela 2* apresenta a evolução do número de sociedades anônimas de capital aberto entre os anos de 1968-1971, é importante notar em tal período houve um fortalecimento do mercado brasileiro de ações através de grandes reformas, como a promulgação da Lei 4.728/65 – que representou uma declaração definitiva das intenções do Governo em instituir um mercado de capitais fortes e de utilizá-lo como instrumento de controle inflacionário e de desenvolvimento econômico. As atividades em Bolsas de Valores foram regulamentadas em 1966, tendo sido as sociedades anônimas de capital aberto (hodiernamente apenas Companhia Aberta) definidas pelo Banco Central, seguindo determinadas normas quanto aos direitos estatutários dos acionistas minoritários, publicação de balanços e obrigatoriedade de prestar informações amplas ao público investidor.

“Uma sociedade anônima seria considerada de capital aberto, desde que uma parte de seu capital estivesse distribuída entre um número mínimo de acionistas com participações menores do que 1% do capital social da empresa. Estabelecia-se um grau de disseminação do capital entre o público investidor como ponto de partida e a obrigatoriedade de que esse coeficiente fosse aumentado até atingir 49% do capital social da empresa. A caracterização como sociedade anônima de capital aberto tornava a empresa objeto de incentivos fiscais, especialmente os estímulos dados à pessoa física para a aquisição de suas ações¹⁵.”

¹⁵ M.D.OLIVEIRA, *Tratado cit.* (nota 2 *supra*), p.133.

Assim como pode ser observado na *Tabela 2*, estimuladas pelos incentivos fiscais, o número de sociedades anônimas registradas no Banco Central como “de capital aberto”, aumento acentuadamente a partir de 1968.

Tabela 1: Evolução do Número de S.As de Capital Aberto¹⁶

<u>ANO</u>	<u>NÚMERO DE EMPRESAS</u>
1968	289
1969	296
1970	400
1971	493

Como mencionado anteriormente, o ano de 1971 foi marcado pelo boom da Bolsa. De forma que, após 1971, o mercado de ações passou a conviver com momentos bastante difíceis. Tendo o estado “*depressivo*” perdurado até o ano de 1976, apesar da série de medidas de recuperação por parte do Governo - visando, principalmente, a atração de investidores institucionais para as Bolsas de Valores. Todavia é interessante ressaltar a importância das ações do governo em fortificar as ações das bolsas, uma vez que, antes da possibilidade de disponibilização de balanços e análises financeiras em portais on-line, as Bolsas de Valores eram os meios pelos quais as informações das empresas eram disponibilizadas aos investidores.

As bolsas elaboravam análises econômico-financeiras a partir dos balanços que à elas eram enviadas pelas empresas, servindo como uma grande central de informações sobre as empresas registradas. Uma vez que o mercado de capitais representa uma opção inesgotável de recursos aplicáveis para o empresário, porque não a bolsa garantir ao investidor, primeiramente, informações sobre a real situação econômico-financeira das empresas em que este poderá investir? O acionista tem direitos e deve exigí-los, caso contrário não existiriam os mercados de capitais. Nesse sentido, grosso modo, o objetivo da lei das sociedades anônimas e da CVM é, basicamente, proteger e defender os interesses dos acionistas, principalmente dos minoritários.

A Tabela 3 mostra a evolução dos registros de empresas de capital aberto nas bolsas brasileiras entre 1974 e 1988, se compararmos os “saltos” observados na Tabela 2 com os observados na Tabela 3, poderemos concluir que o número de empresas abertas durante as décadas de 1970-80 manteve-se praticamente constante. É evidente que não se tem dados suficientes para poder afirmar se houveram fusões ou falências ao longo dos

¹⁶ Boletins do Banco do Brasil.

anos analisados. Mas, em um contexto geral, é possível afirmar que não houve uma mudança significativa no quadro numérico das empresas.

Tabela 2: Número de empresas de capital aberto registrado nas bolsas brasileiras no período 1974-88¹⁷

ANO	NÚMERO DE EMPRESAS
1974	604
1975	582
1976	573
1977	553
1978	591
1979	603
1980	614
1981	609
1982	607
1983	593
1984	601
1985	609
1986	654
1987	646
1988	634

Tendo em vista o enfraquecimento da empresa nacional frente ao capital estrangeiro e as empresas estatais, a preocupação central do governo passou a ser a recuperação da empresa nacional. Diversas medidas foram tomadas, visando principalmente à capitalização, evoluindo até o documento “*Ação Para a Empresa Privada Nacional*” de junho de 1976 – no qual foram estabelecidas diretrizes e medidas para o fortalecimento da economia de mercado no país. Ademais, no documento foram reafirmadas as linhas básicas de orientação do II PND (1975-1979), especialmente no tangente às funções econômicas – tanto do Governo como da iniciativa privada.

A Tabela 4 mostra a evolução das transações em Bolsa entre 1961 e 1978, dois pontos são notórios na análise da tabela. Primeiramente, é notório o fato que o mercado acionário não mais alcançou os níveis recordes de transação de 1971. O desenvolvimento do mercado após 1971 mostrou-se bastantes flutuante, apesar parecer tender a uma estabilidade a partir de 1976-78. No entanto, assim como se é sabido, o aumento inflacionário como fator de formação das expectativas também contribuiria nesse momento para a dificuldade do avanço das negociações em bolsa.

¹⁷ Relatório Anual do Conselho Nacional de Bolsas de Valores (CBNV): vários números.

Tabela 3: Volume anual de transações nas Bolsas de Valores do Rio de Janeiro e São Paulo - 1961 a 1978 valores em cruzeiro correntes e cruzeiros reais (preços de 1978)¹⁸

Ano	Cr\$ milhões correntes	Cr\$ milhões de 1978	Ano	Cr\$ milhões correntes	Cr\$ milhões de 1978
1961	12,4	2.122,8	1970	4.558,0	34.011,3
1962	34,1	3.886,5	1971	25.553,0	156.901,1
1963	86,3	5.587,7	1972	18.005,0	93.919,5
1964	11,5	3.981,5	1973	17.852,0	80.722,1
1965	206,5	4.799,1	1974	13.582,0	47.579,9
1966	151,0	2.487,7	1975	26.677,0	73.131,0
1967	269,0	3.497,0	1976	28.061,0	54.804,6
1968	416,0	4.409,1	1977	37.696,0	52.359,1
1969	2.461,0	21.898,9	1978	52.960,0	52.960,0

4. Considerações Finais:

O presente trabalho objetivou caracterizar a Sociedade Anônima Brasileira, à luz da Lei N°6.404/76, em um contexto de mudança refletido pelo II PND como uma estrutura jurídico-organizacional. Tendo procurado estabelecer uma possível correlação entre a formalização da lei e o desenvolvimento econômico e social. Para tanto, além de ter analisado a estrutura da Sociedade Anônima brasileira, no tangente à legislação e a estrutura jurídica, foi dada grande atenção ao cenário político e econômico em que esta estava inserida.

As sociedades anônimas brasileiras, amplamente discutidas neste trabalho, obtiveram através da reforma do Decreto-Lei 2.627/40 não apenas uma nova roupagem de princípios e regras, mas uma alteração de seus pilares. Uma vez reconhecido que Direito e sociedade são indissociáveis, de forma que o que é jurídico é social e o que é social é jurídico. As mudanças ocorridas ao longo da década de 1970 e reforçada na Lei 6.404/76, configuram um processo social e por isso podem ser associado à um processo de *desenvolvimento social*. Apesar de não ser possível afirmar que o desejo de criação de uma empresa nacional aos moldes da Lei N° 6.404/76 tenha propiciado desenvolvimento econômico e social, se pode perceber através da descrição de seu processo e das estatísticas e dados apresentados que seu desenvolvimento foi pautado no crescimento econômico. Tendo, ainda, possibilitado o escopo de possibilidades de capitalização do empresariado e a possibilidade de ganho e de poupança da população.

¹⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, 1979 *apud* J.P. MACARINI, Um aspecto da política econômica do “milagre brasileiro”: a política de mercado de capitais e a bolha especulativa 1969-1971. Estudos Econômicos, vol. 38, no. 1, São Paulo, 2008.