

Trabalho de Aluno

Companhia Aberta × Companhia Fechada

Rui Fernando Ramos Alves

Aluno do 5º ano, área IV

Trabalho classificado em 2º lugar no II Concurso Nacional de Monografias sobre Mercado de Ações, recebendo o autor, como prêmio, o direito de ter participado do I CURSO EUROPEU DE MERCADO DE CAPITAIS, com o patrocínio da BOLSA DE VALORES DO RIO DE JANEIRO.

(Professor Orientador: Nelson Laks Eizirick)

Sumário

- I — Introdução.
- II — Mudança das Relações de Propriedade no Sistema Capitalista.
- III — Evolução do Conceito de Abertura do Capital.
- IV — As Vantagens da Abertura do Capital.
- V — O Papel da Comissão de Valores Mobiliários.

Introdução

O presente trabalho tem como objetivo analisar as diferenças existentes entre a Companhia Aberta e a Companhia Fechada, destacando alguns aspectos mais importantes, tais como:

- A mudança das relações de propriedade no sistema capitalista enfocando principalmente a separação ocorrida entre propriedade e controle;

- O papel cada vez maior da macroempresa como instituição de interesse público;
- A evolução do conceito jurídico de Companhia Aberta;
- A função social do mercado de ações como fator de democratização da riqueza;
- As vantagens da abertura do capital;
- O papel da Comissão de Valores Mobiliários como órgão regulador das Companhias Abertas, vinculado ao Poder Executivo.

I — Mudança das Relações de Propriedade no Sistema Capitalista

Ao tratar o tema Companhia Aberta e Companhia Fechada, faz-se importante analisar brevemente a respeito do desenvolvimento das relações de propriedade ocorrido no interior do sistema capitalista.

É fora de dúvida que uma das instituições mais importantes de nosso tempo é a macroempresa. Seu surgimento tornou-se possível devido a uma série de fatores, dentre os quais destacamos dois principais que são: o desenvolvimento do sistema fabril e a acumulação da poupança de grande número de pessoas sob um controle centralizado¹. Um dos fatores que tornou possível esta acumulação foi a separação ocorrida entre propriedade e controle que começou a partir de meados do século XIX.

Tendo em vista o espantoso aumento do número de pessoas que passaram a canalizar suas poupanças para o desenvolvimento das empresas, algumas destas, as maiores, tornaram-se quase públicas. O público investidor cedeu o controle de suas propriedades por variadas razões que não serão discutidas neste trabalho. Tornou-se possível então administrar verdadeiros gigantes com uma participação de capital mínima.

Este fenômeno, que pode ser chamado de atomização da propriedade, levou a uma reformulação o princípio segundo o qual é a busca dos lucros que incentiva o proprietário a utilizar seus meios de produção de forma eficaz, na medida em que hoje o proprietário está cada vez mais distante dos meios de produção.

Berle e Means, analisando a questão da concentração do poder econômico, observam que o único fator que aparentemente pode acabar com esta tendência é o esgotamento da capacidade de um grupo

1. Cf. Berle e Means: *The Modern Corporation and Private Property*, Nova York, Cap. I.

pequeno de indivíduos de poder dirigir uma imensa propriedade mantida sob seu controle². Este fator já não gera os mesmos receios daquela época (1932). Com o desenvolvimento das técnicas gerenciais e da informática, atingimos um estágio onde a macroempresa pode ser eficientemente administrada por profissionais competentes.

A posição dos acionistas das grandes Sociedades Anônimas mudou de forma radical. Seu poder que anteriormente era absoluto, atualmente é mínimo e o seu papel de sujeito ativo dos negócios foi substituído pelo de espectador interessado. Ao antigo proprietário da propriedade industrial restou apenas um símbolo da sua propriedade, um título de crédito, enquanto que o poder de gestão e suas responsabilidades, que no passado integravam totalmente os direitos de propriedade, estão hoje transferidos a um grupo separado que detém o poder de controle da Sociedade. Como consequência desse fato, o valor da riqueza individual passou a depender das forças que regem o mercado, único local de realização dessa riqueza, e que fogem totalmente do controle de seu proprietário.

Como já salientamos, estamos analisando um fenômeno típico da macroempresa. O conteúdo do conceito de propriedade para os acionistas de uma Sociedade Anônima Fechada, em grande parte dos casos, não mudou. São eles quem ainda hoje administram e são responsáveis pelos negócios da sua empresa, tendo um poder quase absoluto de decisão. A esta altura do trabalho cremos ser importante a distinção entre a macroempresa e um outro tipo de Sociedade que é a pequena e média empresa (PME) cujos valores mobiliários sejam admitidos no mercado de bolsa ou de balcão. Esta distinção, que felizmente não existe no nosso sistema jurídico, é essencial, pois uma empresa como a General Motors não pode ser colocada no mesmo plano de uma companhia aberta familiar.

A grande empresa contemporânea está envolvida numa competição cada vez mais acirrada. Uma de suas principais fontes de lucros é a inovação. No dizer de Fábio Comparato "a verdadeira concorrência empresarial nos próximos anos será travada em torno de produtos novos e técnicas novas"³. Dentro dessa perspectiva, é fácil entender porque a grande empresa assume cada vez mais o papel de empresa de interesse público. A produção da tecnologia necessária ao desenvolvimento do país, o enorme contingente de pessoas que dependem de seus resultados, como empregados e acionistas, além do poder de controlar o mercado que é cada vez maior, fazem com que a grande empresa possa ser considerada por alguns autores como uma instituição que tende, por si mesma, a assumir poderes e responsabilidades de direito público⁴. Como resultado desta radical mudança estrutural, a organização da Sociedade Anônima teve que passar por sérias transformações. A tradicional forma de gestão, baseada em

2. Cf. op. cit. Cap. III.

3. Cf. Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, São Paulo, 1970, pág. 5.

4. Cf. Comparato, op. cit., pág. 61.

princípios análogos à Constituição de um Estado democrático, tais como todo poder emana do acionista e em seu nome é exercido, cedeu seu lugar a uma posição quase onipotente da diretoria. A assembléa geral das grandes companhias tornou-se um ato meramente formal. O poder de controle, como já vimos, concentra-se cada vez mais nas mãos de um pequeno grupo controlador.

Ainda como observa Fábio Comparato, o princípio que passa a reger a empresa moderna é ainda o interesse dos acionistas, contudo não é como estes o interpretam, mas como os administradores o concebem por eles. Diz ainda “a teoria social que embasa a moral tecnocrática, e que se pretende erigir em direito positivo, é evidentemente a do “despotismo esclarecido”, envolto em rituais de democracia”⁵.

Torna-se patente então que as “macroempresas ultrapassam o plano da sociedade puramente privada e interessam em medida sempre maior ao próprio Estado. Daí a necessidade de um estatuto próprio da grande empresa, pois esta assume cada vez mais o papel de uma instituição de relevante interesse público. Se isto for reconhecido, será possível que um particular adote, quando em litígio com uma grande empresa, remédios judiciais análogos àqueles que lhe são atribuídos para a defesa de seus direitos perante as pessoas jurídicas de direito público. Quando isto for possível, estaremos vivendo uma grande revolução no mundo jurídico.

II — Evolução do Conceito de Abertura de Capital

Uma das características marcantes do direito moderno consiste na consagração de diferentes regimes para as companhias, conforme haja ou não ingresso no mercado de capitais⁶. O direito brasileiro acolheu esta tendência recentemente, com a edição da Lei 6.404/76 já no Capítulo I (Art. 4º), que estabelece a distinção entre Companhias Abertas e Companhias Fechadas, e fixa em outros artigos disposições específicas para um e outro tipo de sociedade (arts. 15, 22, 29, 36, 37, 129, 136, 138, 155, 157, 158, 171, 172, 202, 249, 254, 255, 256, 257, 291, 294).

Esta distinção é imprescindível, pois a própria natureza desses dois tipos de sociedade é diferente.

Como assinala Comparato, a Companhia Aberta se caracteriza pelo caráter institucional, marcado por disposições de ordem pública, não derogáveis por deliberação dos acionistas, porque tendem a proteger o interesse coletivo de investidores no mercado de capitais⁷. Já na Companhia Fechada prevalece o aspecto contratual, conferin-

5. Cf. Comparato, *op. cit.*, pág. 52.

6. Cf. Comparato, “A Natureza da Sociedade Anônima e a Questão da Derrogabilidade das Regras Legais de Quorum nas Assembléas Gerais e Reuniões do Conselho de Administração”. In *Revista da Faculdade de Direito (USP)* 1978 — São Paulo, pág. 69.

7. Cf. *op. cit.*, pág. 71.

do-se às partes ampla liberdade de estipulação para regular seu funcionamento.

Uma das conseqüências disso é que os estatutos da Companhia Aberta se apresentam como um ato-regra⁸, preponderando sempre o ditado legal, enquanto que na Companhia Fechada as regras estatutárias dificilmente se desligam do acordo de vontades entre os acionistas.

O conceito de Companhia Aberta apresentou considerável evolução nos últimos anos. A antiga Lei das S.A., o Decreto-Lei 2.627 de 26.09.40, não fixou qualquer distinção entre Cia. Aberta e Companhia Fechada. Posteriormente, o Artigo 59 da Lei nº 4.728 de 14.07.65, que disciplinou o mercado de capitais, estabeleceu que caberia ao Conselho Monetário Nacional fixar periodicamente as condições em que, para efeitos legais, a sociedade anônima é considerada de Capital Aberto. Por seu turno, a Lei nº 4.595 de 31.12.64, em seu artigo 9º, estabeleceu que “compete ao Banco Central do Brasil cumprir e fazer as disposições que lhe são atribuídas pela disposição em vigor e as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional” Com base nestes dois dispositivos, foi promulgada a Resolução nº 16 do BC de 16.02.66 que conceituou a Sociedade Anônima de Capital Aberto, como sendo aquela “cujas ações tenham elevado grau de negociabilidade em Bolsas de Valores e que, por isso, constituam instrumento de aplicação da poupança pública”. A resolução segue fixando os critérios que determinam a caracterização de “elevado grau de negociabilidade em Bolsas de Valores”.

Uma condição merecedora de destaque é a de que para as empresas em fase de democratização do capital social caracterizada pelo lançamento de ações ao público pelo menos de 50% das ações colocadas no mercado sejam do tipo ordinário, ou, caso mais da metade seja do tipo preferencial, que aos seus subscritos se assegure estatutariamente o direito de eleger o seu representante na diretoria⁹. Este dispositivo retrata de certa forma uma disposição do legislador em não só diluir o capital da Cia. no mercado, mas também em incentivar a participação do acionista não controlador na gestão da sociedade. Ao que parece, esta preocupação de democratizar o poder da sociedade anônima deixou de existir, tendo em vista o fato de que hoje é possível exercer o controle de uma empresa com apenas 16,5% do capital ou até menos, dependendo da pulverização das ações da empresa no mercado ou de possíveis acordos de acionistas existentes.

A nosso ver, se é intenção dos nossos legisladores desenvolver o mercado de ações, deve-se procurar garantir aos acionistas das PME uma maior participação na gestão de suas empresas. Dessa forma, haveria uma compensação mais adequada pelos maiores riscos assumidos pelo investidor, na medida em que cabe também a ele decidir acerca

8. Cf. Comparato, op. cit., pág. 73.

9. Cf. Resolução nº 16 do Banco Central do Brasil, inc. IV, letra “c”.

dos destinos de seu empreendimento. Além disso, se o acionista de uma grande empresa não está satisfeito com seu desempenho, pode vender a sua participação no mercado com certa facilidade, o que não acontece com as ações de uma PME, visto que os seus títulos têm, normalmente, menor liquidez. Vê-se, mais uma vez, que a estrutura jurídica de uma grande empresa deve ser diferente de uma PME pois aquela assume um papel cada vez mais nítido de uma pessoa jurídica de interesse público, enquanto que esta ainda não perdeu o seu antigo papel de servir principalmente seus proprietários, deixando para um segundo plano suas responsabilidades perante seus empregados e a sociedade em geral.

Com a promulgação da Res. 106 de 11.12.68, o conceito de sociedade de capital aberto sofreu modificações, levando-se em consideração a capacidade de poupança nos diferentes estados e territórios, dividindo-os em três grupos e fixando diferentes critérios para a concessão de certificados que atestem a condição de empresa de "Capital Aberto". A Resolução nº 106 também demonstrou certa preocupação com a democratização do poder de controle das empresas ao condicionar, em seu item IX, a prorrogação da validade do certificado de empresa de capital aberto ao acréscimo de 10% sobre as condições exigidas em seu item II, até que atinja 49% de seu capital em ações ordinárias em poder do público. Esta condição foi bastante facilitada com a edição da Res. nº 176 de 09.03.71 a qual estabeleceu que a exigência acima referida poderia ser cumprida com base em ações ordinárias e preferenciais. Esta mudança sutil de critérios demonstra o grande receio dos acionistas controladores em perder o controle de suas empresas, dificultando qualquer política de democratização do capital.

A Lei 6.404, de 15.12.76 simplificou o conceito de Companhia Aberta, caracterizando-a como a empresa cujos valores mobiliários são admitidos à negociação em bolsas de valores ou mercado de balcão. Parece-nos que, nesse ponto, a Lei das S.A. pecou por abandonar toda a preocupação de democratizar o capital contida nas resoluções que disciplinavam a matéria.

Como podemos observar, o incentivo à democratização do capital da sociedade ficou a cargo, única e exclusivamente, do Poder Executivo, através da concessão de incentivos fiscais às empresas abertas.

III — As Vantagens da Abertura do Capital

A fim de captar recursos para suas atividades, a empresa tem várias opções dentre as quais destacam-se:

- a) venda de mercadorias ou outros ativos reais de sua propriedade;
- b) saldos monetários acumulados em períodos anteriores;
- c) venda de obrigações e/ou títulos financeiros emitidos por terceiros e adquiridos em períodos anteriores; e

d) colocação, no mercado, de obrigações e/ou títulos financeiros de sua própria emissão¹⁰.

Entretanto, se o intuito dos administradores é o de ampliar as operações da empresa significativamente, a opção mais comumente adotada é a de se recorrer ao mercado financeiro. A decisão de tomar empréstimos apresenta inúmeras desvantagens que passaremos a analisar.

As instituições financeiras detêm hoje no Brasil e no mundo, grande poder de barganha. Dessa forma, as empresas geralmente aceitam as condições impostas unilateralmente por elas, condições essas que tendem a ser cada vez mais padronizadas e pouco elásticas. Visando a maior segurança possível, os recursos oferecidos são de curto e médio prazos e as garantias reais exigidas correspondem em média a 1,5 vez os valores do principal mais os encargos financeiros.

Por outro lado, quando a empresa toma a decisão de abrir o capital através da colocação de ações ou debêntures, os subscritores se sujeitam às condições e cláusulas estabelecidas pela companhia emissora. Um outro aspecto importante é de que esses recursos carreados para a empresa, são recursos não-exigíveis e de longo prazo, propiciando à companhia maior tranqüilidade para utilizá-los sem a preocupação de pagar a dívida principal mais os juros a curto ou médio prazos.

Esse capital pode ser utilizado de várias formas diferentes, seja na amortização de créditos contraídos anteriormente, no aumento de capital de giro e imobilizações, na aquisição de equipamentos ou na ampliação das instalações.

O mercado de ações serve também como instrumento de marketing da empresa, na medida em que ela se torna mais conhecida através do lançamento ao público de suas ações, e mais respeitada tendo em vista que passará a ser fiscalizada não só pelos órgãos administrativos do Governo, mas também pelo mercado em geral.

Conseguindo superar a fase inicial do processo de abertura do capital, a empresa poderá obter novos recursos através de chamadas de capital (subscrição), desde que o mercado secundário para suas ações tenha sido desenvolvido e que os preços se comportem satisfatoriamente.

Outro fator importante que os empresários devem ter em mente é que a empresa aberta passa a contar com um novo "status" empresarial, pois agora ela representa um grupo de indivíduos. Sua liquidez patrimonial aumenta, facilitando a entrada e saída de pessoas do quadro de acionistas. Entretanto, talvez a maior vantagem seja a

10. Cf. J.R. Ricardo dos Santos. "Poupança, Investimento e Intermediação Financeira: Conceitos Básicos", in *Introdução ao mercado de Capitais 1979*, IBMEC, Rio de Janeiro.

entrada em um mercado com grande recursos, provenientes de poupanças compulsórias, e de muitos incentivos fiscais.

Para a empresa familiar, a abertura do capital significa uma nova fase na sua vida. Geralmente, a empresa familiar apresenta dois problemas: necessidade de mais capital do que uma família pode prover e falta de gerentes capacitados de que necessita. Os problemas aumentam quando a concessão de crédito se torna mais restrita e a política fiscal os restringem tornando-os mais difíceis e caros. Além disso, pessoas capacitadas exigem postos de comando e salários altos, características que muitas vezes afastam os bons administradores da PME. A abertura do capital dessas empresas exige a adoção de novas posturas internas e externas, como a profissionalização da gerência e montagem de uma estrutura para informações além da conscientização de seu dever de mostrar resultados efetivos. Essa conscientização começa quando o empresário percebe que o tempo em qualquer companhia podia enfrentar a competição, com gerentes e técnicos inadequados, logo estará ultrapassado.

Para que esta nova fase dê certo, no entanto, é preciso que o empresário não repita certos vícios que ainda perduram no mercado de ações, a fim de garantir à sua empresa um fluxo contínuo de novos capitais.

Modesto Carvalhosa¹¹ aponta um princípio que deve nortear o pensamento do empresário, que espera contar com o apoio do público investidor, no sentido de que a Bolsa é um mercado de liquidez e não um local de apuração de lucros, divorciados do valor patrimonial e da rentabilidade das ações ali negociadas. O acionista deve ter a certeza de que seus lucros serão gerados dentro da empresa e não dependerão de fatores quase imprevisíveis, através dos quais o mercado se rege. Muitas vezes, o acionista dará preferência para investir seu capital numa pequena empresa que lhe proporcione rentabilidade segura do que investir numa grande empresa cujas ações têm liquidez quase total.

O empresário deve tomar cuidado especial com a política de relações públicas da empresa. A tendência de considerar o acionista um simples prestador de capital deve acabar. O acionista deve ser individualizado, tratado como um verdadeiro sócio e não como um mero investidor.

IV — O Papel da Comissão de Valores Mobiliários

Tendo em vista a necessidade de uma entidade que regulasse e fiscalizasse o mercado de valores mobiliários, muitos países sentiram a necessidade de constituir órgãos com a função específica de disci-

11. Cf. "O Acionista e a Sociedade de Capital Aberto", in Revista Brasileira de Mercado de Capitais. Rio de Janeiro, maio-agosto, 1975.

plinar este mercado, a fim de garantir a proteção da coletividade e, em especial, dos investidores. No Brasil, foi criada a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a quem cabe garantir a continuidade da companhia e o cumprimento de seus fins sociais, de produtora e multiplicadora de capitais, de bens e serviços à comunidade.

A CVM é um órgão da administração indireta do país e foi constituída sob a forma de autarquia estando ligada ao Ministério da Fazenda. Sua administração é exercida por um presidente e quatro diretores, nomeados pelo Presidente da República, estando portanto totalmente vinculada ao Poder Executivo.

A competência da CVM recai sobre todas as companhias abertas e se estende a todas as instituições autorizadas a operar no mercado de valores mobiliários.

Abrange não só aspectos institucionais decorrentes do apelo que as empresas abertas fazem à poupança pública, mas também aspectos contratuais de sua organização e funcionamento, de acordo com o art. 291 da Lei 6.404/76¹².

À CVM cabe fiscalizar e controlar as companhias abertas, compreendendo o registro de emissões públicas de seus valores mobiliários, controle dos documentos divulgados ao mercado (disclosure) e das instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, de quaisquer pessoas física ou jurídica que exerçam atividades de administração de carteiras de valores ou sua custódia, das bolsas de valores, e dos auditores independentes, consultores e analistas de valores mobiliários. Todas as entidades ou pessoas citadas deverão ser registradas na CVM. Através desta agência reguladora, o Ministério da Fazenda tem poderes para controlar todos os instrumentos de capitalização das empresas.

A questão da independência da CVM merece atenção maior da parte dos especialistas no assunto.

Sendo esta entidade vinculada ao Poder Executivo, e tendo em vista que as companhias mais atuantes no mercado de ações brasileiro são de economia mista, percebe-se a facilidade com que a CVM pode tornar-se intermediária dos interesses do Executivo, em detrimento dos interesses dos investidores.

A excessiva subordinação do órgão regulador (CVM) ao Poder Executivo pode ser explicada tendo em vista dois principais fatores.

O primeiro, mais abrangente, diz respeito à excessiva intervenção do Estado na economia brasileira. É inegável que cabe ao Poder Executivo a intervenção estatal na economia, no entanto, para que

12. Cf. Carvalhosa, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo, 1977, Vol. I pág. 24.

a atuação do Estado seja direcionada ao interesse público, há necessidade de controles externos eficazes à sua atuação.

O segundo fator leva em consideração a dualidade de objetivos da agência, fixados pela Lei 6.385/76 que a criou. A CVM foi concebida não apenas como um órgão de regulação, mas também de desenvolvimento do mercado. Considerando que a política para o mercado de valores mobiliários insere-se num plano mais global da economia de um país, ocorre então a necessidade de integração da CVM no seu processo de discussão e elaboração¹³.

O que interessa ao público investidor é, na realidade, que exista um órgão de fiscalização que proteja seus interesses, sem levar em consideração os objetivos de interesse público das sociedades de economia mista, como sucedeu no Caso Vale¹⁴.

A nosso ver, melhor seria se o legislador pátrio não tivesse cumprido com a tradição de não se criarem agências independentes em nosso país, e constituíssem um centro autônomo de decisões econômicas.

Bibliografia

Livros:

1. Behle, Adolf A. e Means, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York, The Macmillan Company, 1932.
2. Carvalhosa, Modesto. *Comentários à Nova Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. 1. São Paulo, Editora Saraiva, 1977.
3. Carvalhosa, Modesto. *A Nova Lei das Sociedades Anônimas, Seu Modelo Econômico*. São Paulo, Editora Paz e Terra, 1977.
4. Comparato, Fábio. *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*. São Paulo, Editora Revista dos Tribunais, 1970.
5. Cordeiro Filho, Ari. *Manual de Abertura das Companhias*. Rio de Janeiro, IBMEC, APEC, 1981.
6. Eizirick, Nelson Laks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro, IBMEC, 1977.
7. Portocarrero de Castro, Hélio O. *Introdução ao Mercado de Capitais*, Rio de Janeiro, IBMEC, 1979.

Textos:

1. Bulhões, Octávio Gouvêa de. *Considerações sobre o Financiamento das Empresas* in Revista Brasileira de Mercado de Capitais (RBMEC), Rio de Janeiro, set./dez., 1976.
2. Carvalhosa, Modesto. *O Acionista e a Sociedade Anônima de Capital Aberto*. RBMEC, Rio de Janeiro, mai./ago. 1975.

13. Cf. Nelson Eizirick — "O Estado Como Acionista Controlador de Companhias Integrantes do Mercado Acionário — O Caso Vale" Conferência apresentada em 23-08-80 no Curso de Extensão Universitária "Sociedades Anônimas: Experiências e Direito da USP."

14. Cf. Nelson Eizirick, op. cit., pág. 16.

3. Elzirick, Nelson Laks. "O Estado Como Acionista Controlador de Companhias Integrantes do Mercado Acionário — O «Caso Vale». Conferência apresentada em 23-08-80 no Curso de Extensão Universitária "Sociedades Anônimas: Experiências e Perspectivas", promovido pela Associação dos Advogados de São Paulo e pela Faculdade de Direito da USP.
4. Hauser, Karl. *O Papel do Mercado de Capitais em uma Economia de Mercado*. RBMEC, Rio de Janeiro, set./dez. 1975.
5. Lamy Filho, Alfredo. *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. in Revista Forense.
6. Miller, E. e Rice, A.K. *Systems of Organization*. Cap. 10. Limitações ao Crescimento na Empresa Familiar. Apostila de uso interno da FGV/SP.
7. Codimec-Abamec. Apostila publicada por ocasião do 1º Seminário Internacional sobre "Venture Capital"