

SOCIEDADE DE CAPITAL ABERTO

Waldir Luiz Costa

O Governo Castelo Branco considerou o desenvolvimento e a reforma do mercado de capitais como um dos principais aspectos de sua política econômica e não hesitou em tomar diversas medidas para incrementar esta política.

Era coerente com o desempenho econômico do Governo que os incentivos fiscais fossem utilizados como instrumento principal de uma política. No primeiro parágrafo de seu Programa de Ação Econômica (PAEG) ficou estabelecido o "iter executivum" desse propósito.

A ação do governo, em um sistema político democrático, deve orientar-se para estabelecer condições que assegurem a maior eficiência possível da livre empresa ou da economia de preços.

Dentro desse sistema, o planejamento é feito para enfatizar e aperfeiçoar o sistema de preços, que serviria como instrumento principal para distribuição de recursos. O Governo reconheceu, porém, que o mercado de livre concorrência, sózinho, talvez fosse inadequado para alcançar os importantes objetivos da Comunidade.

Entre outras razões, nas sociedades menos desenvolvidas, o Governo é de opinião que as forças do mercado livre "não garantem necessariamente, a criação de um volume de poupança desejável", e "a eficiência do sistema de preços pode ser, apreciavelmente, alterada por distorções espontâneas ou institucionais no mercado" (PAEG pág. 13).

Nesses casos, o Governo deve complementar e não substituir o mercado, é o oferecimento de incentivos fiscais para as atividades econômicas que forem consideradas desejáveis (PAEG - pág. 14). O Governo criou dois sistemas básicos de incentivos, na sua tentativa de complementar as forças do mercado de capitais. O primeiro, para as sociedades anônimas que têm suas ações difundidas entre o público. O segundo permite que os contribuintes do Imposto de Renda, em vez de pagarem parte de seu imposto, invertam em ações, através de fundos de investimentos especiais. Esse assunto será esclarecido, ao longo da exposição.

A SOCIEDADE DE CAPITAL ABERTO Introdução e Colocação do Assunto

Uma das mais novas medidas do Governo, no seu esforço para desenvolver o mercado de capitais, foi a criação de uma categoria especial de sociedade anônima —

a de capital aberto. Embora os requisitos sejam complexos, a característica principal da definição da SCA é que uma parte considerável de suas ações tem que ser de propriedade de muitas pessoas. Como incentivo à abertura do capital, tanto a empresa como seus proprietários recebem um tratamento fiscal especial. E o objetivo desse procedimento é a democratização do capital, através do desenvolvimento do mercado de ações.

Apesar da novidade da idéia de proporcionar incentivos fiscais para as sociedades anônimas, que disseminam suas ações entre o povo, a origem dela ainda é imprecisa, entre os estudiosos interessados no assunto. Sempre se pensou em modernizar o mercado de ações, encorajar a venda de ações ao público, que vinha, desde o Encilhamento ainda sob os reflexos do logro sofrido, pelos adquirentes e, por conseguinte, com certo receio de todo tipo de valores mobiliários posto à sua disposição de comprar.

No Governo Jânio Quadros criou-se o jargão – “democratizar o capital” –, mas se desconhece qualquer medida positiva no sentido de exercitar-se a idéia, que só mereceu maiores atenções no Governo Castello Branco com o PAEG – ou o Programa de Ação Econômica do Governo. Por um decreto criou-se o Fundo de Democratização do Capital das Empresas (FUNDECE).

Não foi ele suficiente para criar um impacto no desenvolvimento do mercado de capitais, mas teve a virtude de por em relevo um dos problemas básicos do período de Castello Branco, quando se feriu um conflito entre as necessidades econômicas a curto prazo, de um lado e os objetivos desenvolvimentistas do outro, e nesse clima surgiu o Decreto-Lei 157.

a) O FUNDECE

O FUNDECE foi criado pelo Decreto 54.105, de 06 de agosto de 1964, com o pomposo título de fundo para democratização do capital, como meio de solucionar – a curto prazo – o problema de fornecimento de capital de giro às empresas industriais.

Como parte de sua política anti-inflacionária, o Governo foi forçado a restringir, severamente, o volume de crédito disponível para o Setor privado o que, em termos práticos, redundou em reduzir o crédito governamental. Esta restrição de crédito gerou uma crise de capital para a indústria, problema que permanece, de um modo ou de outro, até o presente.

Como forma de mitigar os efeitos da retração do crédito, o Governo utilizou os fundos dos empréstimos do programa da Agência Inter Americana de Desenvolvimento e canalizou parte desses fundos para o FUNDECE. Em contrapartida, o Governo condicionou esse crédito ao cumprimento de certas condições, ligadas aos objetivos, a curto e longo prazo, adotadas pela política econômica. Assim, o Decreto 54.105 especificou que o FUNDECE deveria dar prioridade às companhias que:

- 1o.) – adotassem uma forma de abrir o capital;
- 2o.) – produzissem para exportação; e
- 3o.) – que sua produção fosse necessária para eliminar pontos de estrangulamentos (ou gargalos) da economia.

O Decreto previu que as companhias tivessem direito a gozar dos benefícios do FUNDECE, e, abrindo o seu capital, saldariam seu débito para com o Fundo, através de emissão de ações ao público por forma diversas. Uma dessas era a compra de ações emitidas, pelo Fundo, em troca do cancelamento do débito da empresa para com o FUNDECE. A idéia era que, eventualmente, o FUNDECE venderia as ações, assim adquiridas, ao público, agindo ele, pois, como uma espécie de “underwriter”. O decreto que criou o FUNDECE, entretanto, não estabeleceu nenhum requisito para o tipo de ação que deveria ser emitida pela Companhia (se ordinária ou preferencial), e não especificou um mínimo de pessoas que deveriam adquirir aquelas ações, nem estabeleceu uma percentagem mínima a ser vendida ao público. Um dos processos de venda das ações era o previsto na Lei 2.300, de 23 de agosto de 1954, limitada à negociação das preferenciais.

Por esses dispositivos, podemos verificar que, apesar do título bombástico, nem aparentemente o FUNDECE, estava incentivando a “democratização do capital”.

Ele tentou, realmente, forçar as companhias a terem capital de giro, através da venda de ações. Entretanto, esta preocupação parece estar ligada à idéia de que esse tipo de financiamento seria menos inflacionário que os outros métodos, porque:

- a) – não envolveria crédito governamental; e
- b) – proporcionaria uma forma mais barata de financiamento, diminuindo, assim, o custo final do produto.

Uma análise detalhada do texto do Decreto criador do FUNDECE, no entanto, traz-nos a conclusão de que ele não fazia, realmente, parte de uma política para aumentar a participação do público no capital das empresas, uma vez que sua implementação parece ratificar a nossa assertiva.

Uma série de problemas surgiu depois da criação do FUNDECE, o que veio a constituir um obstáculo para a abertura do capital das empresas. As companhias tiveram dificuldades para registrar novas emissões do Banco Central; o custo dessas novas emissões tornou-se, praticamente proibitivo, e houve pouco interesse do mercado na compra das ações emitidas.

Ficou patente que muitas empresas não poderiam preencher os requisitos essenciais para abertura de seu capital. Em vista desse fato, o Governo substituiu uma das condições básicas para o financiamento através do FUNDECE, permitindo que os acionistas existentes, das companhias que pretendiam se valer do Fundo, subscrevessem todas as ações referentes à nova emissão, no mesmo montante do empréstimo solicitado ao FUNDECE. Esta nova medida era perfeitamente coerente com a política de forçar a capitalização das empresas, através do aumento de capital, mas era, totalmen-

te, contrária à idéia de democratização do capital. Ademais, em face dos obstáculos surgidos à venda de novas ações ao público, uma grande parte do dinheiro arrecadado era aplicado de acordo com outras prioridades estabelecidas no Decreto que criou o FUNDECE.

b) PAEG e a LEI Nº 4.506, DE 30 DE NOVEMBRO DE 1964

Enquanto o FUNDECE estava sendo criado, o Governo começou a estabelecer outras trincheiras, a fim de estabelecer sua política de "Democratização" do capital. É curioso, embora frequente, que no vai e vem da política adotada pelo Governo neste campo, embora o Decreto que criou o FUNDECE falasse de democratização do capital, ele, realmente, não se preocupou nem em aumentar a participação do público no capital das empresas, mas valorizou o papel do acionista dentro dela, mas, paradoxalmente, o primeiro ato do Governo que tentou atingir aqueles dois objetivos não está associado à idéia de "democratização". A primeira demonstração legal desse objetivo está consubstanciada na Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964, que regulou a cobrança do Imposto de Renda.

Esta lei introduz a expressão Sociedade Anônima de Capital Aberto no Direito Brasileiro. Como parte do esforço do Governo em forçar a capitalização das empresas, o artigo 38 da Lei 4.506 instituiu o imposto sobre lucros distribuídos, a ser pago pela empresa que o fizesse. O artigo 39 isentou daquele imposto as sociedades anônimas que fossem consideradas de capital aberto. Por outro lado, o mesmo artigo 39 introduziu a primeira tentativa do Governo Brasileiro de definir as condições a serem preenchidas pelas Companhias, para serem caracterizadas como de capital aberto.

Ao mesmo tempo da promulgação da Lei 4.506, o Governo publicou o seu Programa de Ação Econômica, que contém uma velada justificação dos motivos em criar incentivos especiais para abertura do capital das empresas. Uma vez que esta é uma das raras justificações para os objetivos governamentais neste campo, publicada, vejamos, em síntese, o que preconizava o PAEG:

POLÍTICA DE INCENTIVOS À EVOLUÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

O Governo pretendeu estimular a abertura do capital das sociedades anônimas, tendo em vista ser esse o melhor sistema para compatibilizar o controle democrático das empresas com a imposição tecnológica das dimensões associadas às economias de escala. Nesse sentido, era sua intenção:

- a) conceder estímulos, particularmente, através do Imposto de Renda, às sociedades anônimas de capital aberto;

- b) dentro de uma política geral de estímulos fiscais à poupança, incentivar, especialmente, as aplicações das poupanças pessoais, na subscrição de novas ações de sociedades anônimas abertas;
- c) reestruturar as sociedades de investimento, protegendo o público, no que diz respeito ao lançamento de novas ações; e
- d) reorganizar as bolsas de valores, dando maior seletividade às suas transações.

Embora este programa de Governo fosse um tanto ou quanto ambíguo, introduziu diversos tópicos novos, cuja evolução pode ser examinada através da série de atos, postos em prática neste campo. Primeiramente, tornou-se claro que o Governo quis encorajar mais empresas a abrirem seu capital. Em seguida, indica, também que o desenvolvimento do mercado de capitais estava ligado à política geral de encorajar a poupança privada, na subscrição de novas ações de sociedades anônimas de capital aberto. Sobre a questão do porque uma sociedade de capital aberto seria desejável, o programa do Governo, é especialmente, obscuro, para não dizer ininteligível. Ele introduz e analisa duas idéias: “controle democrático das empresas”, e “imposição tecnológica das dimensões associadas às economias de escala”.

A relação entre a economia de escala e o mercado de capitais é, relativamente, fácil de entender. A idéia parece ser baseada no conhecido conceito de que o desenvolvimento industrial, no Brasil, será mais eficiente, à medida que as novas fábricas possam ser construídas, numa dimensão necessária a aproveitar a economia de escala proporcionada pelos processos modernos. Um obstáculo para realizar tal tipo de investimento é a falta de financiamento a longo prazo. “Democratização do capital”, no sentido de atrair a poupança de um grande número de pessoas, tornar-se-á necessária para criar essa fonte de financiamento a longo prazo. Mas, o que significa “controle democrático” e porque isto tem relação com a economia de escala? Como veremos, mais adiante, a questão de significado, natureza e relevância do “controle democrático” continua a ser um dos grandes problemas na caracterização da política governamental neste campo.

DEFINIÇÃO DOS PRE-REQUISITOS PARA AS S.C.A.

a) A LEI 4.506

— Neste ato, o Governo estabeleceu os pré-requisitos da constituição das companhias que quisessem auferir os benefícios fiscais. As condicionantes básicas são:

- 1) **negociabilidade** — as ações da companhia devem ser vendáveis. A lei diz simplesmente, que as ações devem ser, efetivamente, cotadas na bolsa;

- 2) **distribuição** — as ações devem circular entre um certo número de acionistas. A lei requer, pelo menos, duzentos acionistas, cada um com posição acionária mínima de 50 ações e máxima computável de 1 por cento do capital em ações ordinárias;
- 3) **percentagem substancial das ações com direito a voto, nas mãos do público** — os acionistas não controladores do capital social devem possuir uma percentagem mínima das ações da Sociedade com direito a voto. De acordo com a Lei 4.506, estes acionistas devem possuir uma percentagem mínima das ações da Sociedade com direito a voto. E, ainda, mais, ali está recomendado, estes acionistas devem possuir 30 por cento do capital votante; e
- 4) **expansão continuada das ações do público** — o número de ações em poder do público e a percentagem do capital de que ele é detentor devem aumentar com o tempo, até alcançar certo limite. A Lei 4.506 requer que, cada ano, pelo menos existam 20 (vinte) novos acionistas dentre o público e a percentagem das ações com direito a voto aumentem 1 (um) por cento.

b) LEI DE MERCADO DE CAPITAIS

— Embora a Lei 4.506 tenha apresentado muitos dos elementos básicos da definição de capital aberto, suas regras específicas foram, rapidamente, alteradas. O artigo 59 da Lei de Mercado de Capital, de 14 de julho de 1.965, eliminou os requisitos específicos determinados pela Lei 4.506 e, simplesmente, estabeleceu que o Conselho Monetário Nacional estava autorizado a instituir, periodicamente, as condições para todos os efeitos legais, a fim de que as sociedades anônimas fossem consideradas de capital aberto.

Nem o texto do artigo 59, nem as condições legislativas da Lei de Mercado de Capitais previram as normas ou padrões a serem seguidos pelo Conselho Monetário Nacional, para definir estas condições. O Governo não tem uma linha clara a ser seguida para estabelecer este critério. Existem, pois, alguns indícios por detrás da Lei de Mercado de Capitais, no próprio artigo 59 que dão alguma idéia da maneira de pensar do legislador neste aspecto. O primeiro indício está especificado no estudo "O MERCADO BRASILEIRO DE CAPITAIS", preparado por Mário Henrique Simonsen e publicado pelo Ministério do Planejamento, pouco depois do projeto de Lei de Mercado de Capitais ter sido remetido para o Congresso. Este documento sugere que um dos obstáculos legais para o desenvolvimento do mercado de capitais era a falta de proteção dos direitos dos acionistas minoritários e enfatizou:

"A reforma da Lei das sociedades anônimas, dando maior garantia aos gru-

pos de acionistas minoritários, poderia servir como um considerável incentivo para a mobilização da poupança privada. . .

“Representação obrigatória dos grupos minoritários na Direção da empresa teria a vantagem de fazer as companhias brasileiras mais democráticas, reduzindo, assim, a tendência do controle familiar”.

Embora a Lei de Mercado de Capitais não tenha introduzido nenhuma modificação deste tipo na Lei das Sociedades Anônimas, este fato representa um sistema de que, no entendimento do Governo, “democratização” estava ligada à política de reduzir o poder dos grupos familiares brasileiros. O estudo acima mencionado, porém, não esclarece porque esta redução seria desejável.

O segundo indício da natureza política de democratização econômica está contido na mensagem presidencial que acompanhou o projeto da Lei de Mercado de Capitais, ao Congresso Nacional. O documento continha diversos dispositivos, reduzindo o Imposto de Renda sobre dividendos, que eram, naquela época, sujeitos à taxa de 60 por cento na fonte, para as ações ao portador. Estes dispositivos reduziram o imposto em todos os dividendos pagos pelas sociedades anônimas de capital aberto, também permitindo, às pessoas físicas, deduzirem de sua renda bruta 30 por cento das quantias aplicadas na subscrição de ações nominativas emitidas por S.C.A. Na mensagem presidencial, o Governo se referiu a esses incentivos, dizendo:

“São previstos, no projeto, incentivos especiais para compra de ações, uma vez que o progresso do País muito depende da ampliação da subscrição de ações e da facilidade de sua transferência no mercado”.

Através desta declaração, o Governo, pela primeira vez, tornou claro que um dos seus objetivos era facilitar as negociações das ações no mercado.

O último dos três indícios que se depreende dos atos do Governo para se estabelecer o rumo de sua política está contido no § 2o. do artigo 59 da Lei de Mercado de Capitais. Tal dispositivo não constava do projeto original e foi adicionado, quando já em discussão no Congresso. Estabelece o parágrafo 2o.:

Para efeito do cálculo da percentagem mínima do capital com direito a voto, representado por ações efetivamente cotadas nas Bolsas de Valores, o Conselho Monetário Nacional levará em conta a participação acionária da União, dos Estados, dos Municípios, das Autarquias, bem como as instituições de educação e de assistência social, das fundações e das ordens religiosas de qualquer culto”.

Embora, aparentemente, apenas descritivo, este parágrafo sugere que, apesar de artigo 59 ter eliminado certos requisitos estabelecidos pela Lei 4.506, o Governo ainda identificava a idéia de capital aberto com uma percentagem mínima de ações negociáveis, em poder do público.

c) RESOLUÇÃO Nº 16 DO BANCO CENTRAL

— apesar de a Lei de Mercado de Capitais ter sido editada em 14 de julho 1965, o Conselho Monetário Nacional só deu a definição com as características da S.C.A., em 10 de fevereiro de 1966, com a Resolução n. 16 do Banco Central. Esta Resolução define a S.C.A. como sendo “a companhia cujas ações têm um alto índice de negociabilidade na Bolsa de Valores e, assim sendo, constituem um instrumento para aplicação da poupança pública”. Mas, também permite que as sociedades anônimas que estavam tentando alcançar aquele índice fossem consideradas de capital aberto.

A referida Resolução estabelece também um sistema de registro, na forma do qual o Banco Central iria verificar se a companhia preencheu os requisitos exigidos e à vista do exame emitir o certificado competente. Em certos casos, esses certificados, de que a sociedade é reconhecida como de capital aberto, deveriam ser concedidos por um período de tempo determinado e poderiam ser prorrogados, se a companhia aumentasse seu grau de democratização, durante aquele período. Além de estabelecer o sistema de fiscalização a ser exercido pelo Banco Central, a Resolução n.º 16 procedeu a uma série de alterações na definição das S.C.A. e baixa normas complexas e ambíguas, algumas delas em jargão incompreensível, dependendo ainda de tradução.

As primeiras alterações procedidas pela Resolução n. 16 (depois das emendas feitas pela Resolução n. 26) são as constantes desta súmula:

- 1o.) estabeleceu os requisitos necessários para fixação do índice de negociabilidade;
- 2o.) eliminou, em determinados casos, a necessidade de o público possuir ações com direito a voto;
- 3o.) reduziu a percentagem mínima de acionistas do público para 15 por cento, mas aumentou o número mínimo de 200 para 500; e
- 4o.) para muitos casos, eliminou o requisito da obrigatoriedade de aumento de acionistas do público e a percentagem destes no capital social, e suprimiu a exigência de que as sociedades aumentassem a negociabilidade de suas ações.

A Lei n. 4.506 partiu do pressuposto do número de acionistas do público e do percentual com direito a voto. A Resolução n. 16, entretanto, substituiu o conceito básico, relativamente simples, pela idéia da negociabilidade das ações.

Esta idéia foi definida em termos específicos. Para serem consideradas como tendo a característica de alto índice de negociabilidade, as ações devem ser:

- negociadas pelo menos em uma Bolsa de Valores;

- devem ser compradas e vendidas, pelo menos, uma vez por semana e cinco vezes por mês (alta rotatividade), no montante mínimo de Cr\$ 8.000,00 por semana e Cr\$ 40.000,00 por mês; e
- mais de 0,25 por cento das ações emitidas devem ser negociadas por mês.

Em resumo eram três os estágios:

- 1) S.A. com ações em poder do público sem ser negociadas;
- 2) as que não preenchiam os requisitos, mas estavam em processo de democratização;
- 3) S.A. nova estruturada de acordo com a Resolução.

As primeiras tinham o prazo de 2 anos para se ajustarem às regras (um noviciado) e fazerem jus ao certificado. Às segundas assinava-se o prazo de 1 ano para colocação de 15 por cento de suas ações entre mais de 500 pessoas, como condição de outorga do certificado.

Criou-se uma discriminação:

- a) as S.C.A. anteriores à Resolução n. 16 que tivessem colocado 15 por cento do capital em mãos do público, não estavam sujeitas à exigência de que essa percentagem fosse de ações com direito a voto;
- b) as S.C.A. posteriores à Resolução n. 16 ficavam obrigadas a colocar no mercado aberto pelo menos 7,5 por cento de ações com direito a voto. Ademais, a Resolução n. 16, em disposição transitória, permitia às S.A. receber o certificado de capital aberto, pelo prazo de 1 ano, se elas preenchessem o dispositivo no artigo 38 da Lei n. 4.506. Nesse capítulo não foi feita nenhuma tentativa para definir o significado da exigência de ter a empresa suas ações efetivamente cotadas em Bolsa de Valores, uma exigência importantíssima feita pela Lei 4.506, inserida na Resolução n. 16.

Uma vez que a Resolução n. 16 já se referia a ações negociadas, bem como a ações que eram registradas na Bolsa para negociações, o exato significado de “efetivamente cotada”, a que se refere a Resolução 16, é um completo mistério.

Mas, nessa galáxia do imponderável também se pode raciocinar por palpite.

- 1o.) que o certificado dado a essas empresas tinha validade por um ano;
- 2o.) que havia obrigatoriedade de enquadrar-se numa das três categorias;
- 3o.) que, atendidas as exigências do artigo 38 da LMC, com 30 por cento das ações em mãos do mínimo de 200 portadores, facilitar-se-ia, a es-

sas empresas, inserirem-se na categoria das SCA em processo de democratizadas, mas sem ações com trânsito em Bolsas de Valores.

É difícil reconhecer uma lógica atrás dessa distinção técnica feita pela Resolução n. 16, entre as diversas classes de companhias. Entretanto, é ainda mais difícil de entender porque o Governo alterou os requisitos para a S.A. ser considerada como de capital aberto. Isto é, em vez de percentagem de ação com direito a voto em mãos do público, com obrigação de aumentos esta percentagem, criou o curioso conceito de negociabilidade.

Pode ser que o Governo estivesse preocupado em assegurar certa liquidez para as ações, a fim de que o investidor não sentisse suas ações bloqueadas e assim aumentasse seu interesse na aquisição de ações. Entretanto, como NORMAM POSER esclareceu, não existe necessariamente, uma relação entre o montante negociável de ações e sua liquidez. Por exemplo, uma ação pode ter um alto índice de liquidez, no sentido de que o vendedor da ação achará, sempre, compradores a um determinado preço, mas a transação ser bastante esporádica. Embora observadores como POSER criticassem a filosofia da Resolução n. 16, ela permaneceu, até ser revogada pela Resolução n. 106, que, atualmente regula o registro da S.C.A. no Banco Central.

Como resultado da complexidade e ambigüidade da Resolução n. 16, bem como da duvidosa natureza dos seus conceitos básicos, é difícil para o analista ter uma idéia exata dos objetivos visados pelos elaboradores daquele ato normativo. No entanto, parece claro que a principal idéia era a criação de um mercado de ações e que os autores da Resolução n. 16 estavam pouco interessados no impacto de acionistas outros que não os detentores da maioria do capital social na administração da empresa, ou, mesmo, que eles afetassem o controle exercido pelos grupos até então dominantes. Para os autores da Resolução n. 16, democratização do capital significativa apenas a colocação de uma certa percentagem de ações nas mãos do público e a manutenção da liquidez destas ações. Ao contrário do artigo 38 da Lei 4.506, a Resolução 16 não recomendou muito o aumento constante da percentagem de acionistas do público: desde que a companhia alcançasse nível de 15 por cento e as suas ações tivessem um alto grau de negociabilidade, ela poderia gozar dos benefícios fiscais, sem ter necessidade de aumentar o número de acionistas do público ou permitir sua participação na administração ou controle da empresa.

d) RESOLUÇÃO Nº 106 DO BANCO CENTRAL

— Sair da Resolução n. 16 para a Resolução no. 106, que a revogou, é sair da confusão para uma aparente clareza. Evitando as complexidades da Resolução n. 16 a nova Resolução retornou aos específicos e claros requisitos do artigo 38 da Lei n. 4.506. Enquanto os autores da Resolução n. 16 pareciam estar tentando fixar uma política sem, realmente, achá-la, os autores da Resolução n. 106, pareciam saber, exata-

mente, o que eles queriam e puderam estabelecer uma série de critérios claros para os incentivos fiscais. Ao mesmo tempo, a Resolução n. 106 representa não somente um grande progresso na redação, mas também significa o retorno aos diversos requisitos da Resolução 16. A reformulação alinhou os seguintes parâmetros:

- 1o.) eliminou a negociabilidade das ações como critério de democratização;
- 2o.) retornou a idéia original de que democratização deveria estar ligada à venda, ao público, de ações com direito a voto; e
- 3o.) introduziu a idéia de que as sociedades anônimas de capital aberto eram obrigadas a expandir o número de acionistas do público e sua percentagem de participação no capital social.

A Resolução n. 106 determinou que as sociedades de capital aberto deveriam ter, pelo menos, 20 por cento de suas ações ordinárias distribuídas entre o público. O número de acionistas do público e o número mínimo de ações dependeriam da região em que a companhia tinha sua sede, variando, também, de acordo com o tamanho da empresa. Além disso, a empresa deveria mostrar que, em cada dois anos, o número de acionistas do público e sua percentagem de ações ordinárias aumentaram 10 por cento, em relação às ações antes possuídas, até que 49 por cento das ações ordinárias estivessem em mãos do público. Em lugar do alto grau de negociabilidade, a Resolução n. 106 simplesmente exigiu que as sociedades de capital aberto se registrassem em uma ou mais Bolsas de Valores.

E já podemos avaliar as considerações principais dos objetivos do Governo, no que concerne às S.C.A. Convenhamos que seria prematura uma conclusão, pois, não está definida, na prática, a relação entre as intenções e os resultados. O tempo é relativamente curto e é preciso lembrar que estamos num mundo em mudança e a S.A. se ressentem dessa crise, com o gigantismo de umas e a timidez de outras, com as multinacionais engolindo vorazmente as pequenas e médias empresas. Disso resulta que, salvo algumas exceções, as "blue ships" do mercado bolsista são quase todas de sociedades de economia mista ou de empresas públicas no desempenho de atividade monopolizada (C.R.V.B., art. 170, § 1o.).

A nova lei das S.A., tem por objetivo principal criar uma estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco do País, imprescindível à empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e seu encaminhamento voluntário para o Setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito às regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, oferecem atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.

Por último, há de se convir que o Mercado de Capitais, tendo como instrumento a S.C.A., supõe um mínimo de educação do povo, para escolher os valores mo-

biliários no grande espectro de alternativas, seguindo o roteiro indicado pelos americanos, na escolha dos papéis a comprar:

- a) careful selection;
- b) wide diversification; e
- c) constant supervision.

A sloganização é o grande perigo. Com o poder do rádio, da televisão, do jornal e da informática em geral, pode o povo cair no imperialismo do mercado de ações robotizado, porque a S.A. começa a romper as fronteiras do domínio privado e a "Corporate Conscience" que dá a ela o sentido corporativo, solidário, de harmonia e solidariedade entre as categorias sociais da produção, vai cedendo lugar ao "corporate power" com a manipulação do consumo, preços, dividendos e salários. Por isso, pensou o legislador brasileiro num código de ética da S.A. dando ordenamento à Comissão de Valores Mobiliários – C.V.N., pela Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.