

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Haack Vilar

ESTUDO COMPARADO DA DISCIPLINA DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES POR AÇÕES NO BRASIL E REINO UNIDO E SUA RELAÇÃO COM A PROPRIEDADE DO CAPITAL

Orientador: Prof. Dr. Peter Walter Ashton

Porto Alegre

2013

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

Bruno Haack Vilar

ESTUDO COMPARADO DA DISCIPLINA DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES POR AÇÕES NO BRASIL E REINO UNIDO E SUA RELAÇÃO COM A PROPRIEDADE DO CAPITAL

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Peter Walter Ashton

Porto Alegre

2013

CIP - Catalogação na Publicação

Haack Vilar, Bruno

Estudo comparado da disciplina da remuneração dos administradores de sociedades por ações no Brasil E Reino Unido e sua relação com a propriedade do capital / Bruno Haack Vilar. -- 2013.
208 f.

Orientador: Peter Walter Ashton.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Direito, Programa de Pós-Graduação em Direito, Porto Alegre, BR-RS, 2013.

1. direito societário. 2. direito comparado. 3. administradores. 4. remuneração. 5. controle. I. Ashton, Peter Walter, orient. II. Título.

BRUNO HAACK VILAR

ESTUDO COMPARADO DA DISCIPLINA DA REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES POR AÇÕES NO BRASIL E REINO UNIDO E SUA RELAÇÃO COM A PROPRIEDADE DO CAPITAL

Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito.

Aprovada em 13 de junho de 2013.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Peter Walter Ashton

Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Prof. Dr. Gerson Luiz Carlos Branco

Prof. Dr. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

Se estive à altura do desafio de escrever esta dissertação é porque fui alçado a esse patamar pela minha família e pela Renata. Dedico este trabalho a vocês.

Agradeço aos meus avôs e avós, Carlos, Clecy, Genecy e Milton; aos meus pais, Cristina e Gerson; ao meu irmão Cassiano; e a meus demais familiares, pelo suporte incondicional.

Agradeço à Renata, por ter ficado ao meu lado por toda jornada de construção deste trabalho; por dividir comigo os melhores momentos, mas também os mais difíceis; e por me aceitar em seu coração.

Agradeço ao professor Peter Ashton, um exemplo de mestre, por oferecer-me a oportunidade de produzir este trabalho e apoiar firmemente sua execução.

Agradeço aos membros da banca, por compartilharem comigo um pouco de seu conhecimento e experiência.

E agradeço aos muitos e bons amigos que fiz, dos mais antigos aos mais modernos, em especial aos da Faculdade de Direito da UFRGS, companheiros de muitas reflexões.

Muito obrigado.

La costruzione dogmatica trova la sua giustificazione nel costituire lo strumento adeguato per risolvere i nuovi problemi che la vita viene sempre ponendo, mantenendo però la continuità fra le soluzioni già accettate e quelle proposte per nuovi problemi.

Perciò appunto la maggior difficoltà della costruzione dogmatica sta nella scelta dei vari dati giuridici onde individuare quelli che, permettendo di risolvere i nuovi problemi, mantengono la continuità e l'armonia necessarie con le soluzioni accettate per i casi già precedentemente risolti.

— ASCARELLI, Tullio. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1952, pp. 11-12.

RESUMO

Este trabalho analisa a disciplina da remuneração dos administradores de sociedades por ações no direito brasileiro em cotejo com aquela do Reino Unido, sob a perspectiva da estrutura de propriedade do capital predominante em cada um desses países. Após um esboço histórico que ilustra o papel da sociedade por ações em mobilizar poupança popular, exploram-se os fatores que levaram à fragmentação da propriedade acionária no Reino Unido e analisa-se a ocorrência de tal fatores no Brasil. A seguir destacam-se as relações entre distribuição do capital (se concentrada ou dispersa) e administração societária, com especial ênfase a seus reflexos sobre a remuneração. Por fim investiga-se a disciplina da remuneração dos administradores de companhias no direito britânico e brasileiro, atentando-se para a adequação deste a um cenário em que sociedades de capital disperso passam a disputar espaço no mercado com sociedades de capital concentrado. Conclui-se que as mudanças pelas quais vem passando o mercado de capitais brasileiro nos últimos anos podem vir a exigir alterações no direito.

Palavras-chave: direito societário, direito comparado, controle, propriedade do capital, administradores e remuneração.

ABSTRACT

This thesis analyses the discipline of executive remuneration in Brazilian law as compared to that of British law and under the perspective of the prevailing capital ownership structure in each of these countries. After a brief historical illustration of the role of corporations in the mobilisation of public savings, the factors that produced the dispersion of shareholding in the United Kingdom are reviewed and their occurrence in Brazil is analysed. The relationships between share ownership distribution (if concentrated or dispersed) and corporate governance are reviewed, with an emphasis on its effects over remuneration. Finally the discipline of executive remuneration in British and Brazilian law is investigated, considering the adequacy of the latter to a scenario in which dispersed capital companies share an space in market with concentrated capital companies. Conclusion is that the changes observed in the Brazilian capital market in the last years may come to demand modifications in law.

Key-words: company law, comparative law, control, corporate ownership, directors and remuneration.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

<i>American Depositary Receipts</i> (Recibos de Depósito Americanos)	<i>ADR</i>
Banco Central do Brasil	BaCen
Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social	BNDES
Bolsa de Valores do Estado de São Paulo	Bovespa
Bolsa de Valores do Estado do Rio de Janeiro	Boverj
Comissão de Valores Mobiliários	CVM
Companhia Siderúrgica Nacional	CSN
Conselho Monetário Nacional	CMN
Estados Unidos da América	EUA
Fundo Garantidor de Crédito	FGC
Índice Bovespa	Ibovespa
Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002	Código Civil
Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976	Lei do Mercado de Capitais
Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976	Lei das S.A.
<i>London Stock Exchange</i> (Bolsa de Valores de Londres)	<i>LSE</i>
Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro	PROER
Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária	PROES

Promessa de Venda de Câmbio	PVC
Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul	TJ/RS
Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte	<i>UK</i>
<i>Vereenigde Oost-Indische Compagnie</i> (Companhias Unidas das Índias Orientais)	<i>VOC</i>

SUMÁRIO

Introdução	14
1 Desenvolvimento e função econômica das sociedades por ações	16
1.1 Precedentes históricos da sociedade por ações	16
1.1.1 A commenda	17
1.1.2 A compagna	19
1.1.3 A sociedade em comandita (ou accomandita)	20
1.2 A sociedade por ações	21
1.2.1 A Companhia das Índias Orientais holandesa — VOC	23
2 A separação entre propriedade e controle no UK e no Brasil	27
2.1 A propriedade acionária no UK hoje	28
2.2 A teoria das famílias jurídicas de La Porta et alii	29
2.3 A evolução e estado presente da propriedade acionária no UK	32
2.3.1 O papel da auto-regulação	33
2.3.2 O papel das instituições financeiras	36
2.3.3 O fator político	38
2.3.4 Complementaridade das teorias apresentadas	41
2.4 A evolução e configuração presente da propriedade acionária no Brasil	41
2.4.1 O séc. XIX	42
2.4.2 Do fim do Encilhamento à Década de 1930	49
2.4.3 Da década de 1930 a 1964	53
2.4.4 Da Lei 4.728 ao Novo Mercado	60
2.4.5 O mercado de capitais brasileiro na última década	76
2.4.6 O estado presente da propriedade acionária no Brasil	78
3 Separação entre propriedade e controle, agency problem e remuneração	83
3.1 Agency theory ou teoria da representação	84
3.1.1 Os fundamentos da teoria da representação	85
3.1.2 Principais fontes do conflito de representação	86
3.2 Agency theory e remuneração	89
3.3 Remuneração, agency theory e controle	90
4 A remuneração dos administradores de sociedades no direito britânico	93
4.1 Presunção de gratuidade e competência para estabelecer a remuneração	95

4.2 Limites da remuneração	98
4.2.1 Regra geral	98
4.2.2 Desqualificação de diretores por remuneração excessiva	101
4.2.3 Unfair prejudice	102
4.3 Contratos de longo prazo	110
4.4 Indenizações por exoneração	112
4.5 Publicidade da remuneração	115
4.5.1 Divulgação nos demonstrativos financeiros	117
4.5.2 Disponibilização de cópias dos contratos firmados com diretores	119
4.5.3 Obrigação de revelar interesses	120
4.6 Say on pay	121
4.7 O futuro da disciplina da remuneração nas companhias abertas britânicas	123
4.7.1 Propostas para a melhoria da transparência das informações sobre remuneração de diretores	124
4.7.2 Propostas quanto ao voto dos acionistas	126
5 A disciplina da remuneração de administradores no direito societário brasileiro	129
5.1 A disciplina da remuneração na Lei das S.A.	130
5.2 Obrigatoriedade e direito à remuneração	135
5.3 Remuneração fixa	137
5.3.1 Critérios de fixação e individualização da remuneração fixa	139
5.3.2 Fixação global e individualização	141
5.3.3 Verbas rescisórias	143
5.3.4 Ratificação do pagamento de remuneração pelos acionistas	145
5.4 Participação nos lucros	147
5.4.1 Participação nos lucros e dividendo mínimo	148
5.4.2 Forma de cálculo da participação nos lucros	150
5.4.3 Atribuição de participação nos lucros na ausência de previsão estatutária	151
5.4.4 Questões diversas sobre participação nos lucros	157
5.5 Opções de compra	158
5.5.1 Circulação	161
5.5.2 Aumento de capital e uso de ações em tesouraria	161
5.5.3 Plano	162
5.5.4 Preço de exercício	164

5.6 Publicidade	167
5.6.1 Informações prestadas no termo de posse	169
5.6.2 Informações prestadas em assembleia geral ordinária	170
5.6.3 Informações prestadas nas demonstrações financeiras	173
5.6.4 Instruções CVM nn. 480 e 481	173
5.7 Os membros de órgãos técnicos ou consultivos	176
Conclusão	180
Bibliografia	183
Fontes	199

INTRODUÇÃO

Este trabalho se propõe a analisar a disciplina da remuneração dos administradores nos direitos brasileiro e britânico de uma perspectiva particular, como um reflexo jurídico da relação entre propriedade do capital e administração de sociedades comerciais.

Encontram-se hoje com certa frequência na imprensa especializada (*Valor Econômico*, *Revista Exame*, *Revista Capital Aberto*) notícias e artigos sobre companhias brasileiras que *pulverizaram* seu capital, *i.e.*, cujo controlador, que antes detinha uma elevada participação na sociedade, vendeu todas ou quase todas as suas ações para milhares de pequenos investidores, de forma que já não haja mais nenhum acionista com uma quantidade de ações capaz de garantir maioria permanente nas assembleias gerais.

Essas publicações repercutem certos questionamentos que os profissionais e acadêmicos ligados ao universo corporativo tem se colocado diante desse novo fenômeno. Pode-se dizer que tais questões se referem a seu *momentum* e potencial para afetar o atual equilíbrio de forças entre proprietários do capital e seus gestores.

Contribuir para a melhor compreensão desses temas é um dos objetivos desta pesquisa. O outro é determinar como eles afetam a disciplina da remuneração dos administradores no direito societário brasileiro.

Assumiu-se como hipótese que no último decênio a propriedade das ações das companhias brasileiras vem passando por um processo de desconcentração, que tende a se estender pelos próximos anos. Como resultado, a disciplina da remuneração seria tencionada, na medida em que ela se baseia em um estado do mundo que deixaria de existir.

Ao longo da pesquisa constatou-se que devido às transformações econômicas ocorridas no Brasil a partir do início da década de 1990 e à iniciativa da Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa) de aproveitar o momento, o mercado de capitais voltou recentemente a ser uma alternativa atraente às companhias nacionais, o que teve como efeito a redução da concentração da propriedade acionária e possibilitou, em alguns casos, sua dispersão. Mas a intensidade do processo é moderada e ele pode ser interrompido caso haja uma mudança nos rumos da economia.

Se essa transformação não resultará no fim da sociedade de capital concentrado, obrigá-lhes-á a conviver com sociedades de capital disperso. Considerando que o direito das companhias brasileiro é estreitamente comprometido com a visão de que as companhias brasi-

leiras são controladas por um acionista majoritário, cujo poder deve ser refreado, essa moderna diversidade pode vir a exigir uma resposta jurídica.

Este trabalho se divide em cinco capítulos, que podem ser agrupados em três partes.

A primeira (que se resume ao capítulo 1) serve como uma introdução ao tema da propriedade do capital nas sociedades por ações, ilustrando o papel histórico das companhias na separação entre risco da atividade (suportado pelos acionistas) e administração, separação essa que abriu novos horizontes para os empreendimentos econômicos.

A segunda (que ocupa os capítulos 2 e 3) inicia-se com a análise dos fatores que levaram à dispersão do capital no Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte (*UK*) ao longo do século XX; e segue com a história do mercado de capitais e da propriedade acionária no Brasil, do final do século XIX ao presente. Investiga-se se os fatores que levaram à dispersão acionária no *UK* verificaram-se em algum momento no Brasil e se as estatísticas confirmam que o capital das companhias brasileiras passa por um momento de desconcentração. Ao final explora-se a teoria da representação (*agency theory*) para melhor precisar a relação entre propriedade acionária, administração e remuneração, estabelecendo-se um vínculo entre a segunda e terceira partes da pesquisa.

Na última (capítulos 4 e 5), o tema é a disciplina da remuneração dos administradores no *UK* e no Brasil. A investigação visa a verificar se é possível afirmar que as normas brasileiras sobre a matéria são influenciadas pela estrutura de capital concentrado, predominante entre as sociedades pátrias, e se elas são compatíveis com sociedades de capital disperso. O direito britânico serve de base comparativa, fornecendo um exemplo de disciplina desenvolvida em um meio em que *não* predomina o capital concentrado, permitindo que se percebam as particularidades da normativa brasileira.

1 DESENVOLVIMENTO E FUNÇÃO ECONÔMICA DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

Neste capítulo tratar-se-á da origem da sociedade por ações e sua consolidação na figura das companhias coloniais, sobretudo a *Vereenigde Oost-Indische Compagnie (VOC)*, a Companhia das Índias Orientais holandesa. Como se verá, a sociedade por ações foi o instrumento escolhido por alguns colonizadores para financiar seus caros e arriscados empreendimentos.

Mas as companhias não foram o único instrumento utilizado para este fim. Ao invés de captar poupança popular através de títulos de participação, alguns colonizadores optaram, por exemplo, pelo financiamento estatal.

Nos capítulos seguintes analisar-se-á a evolução da propriedade e controle acionário das companhias britânicas e brasileiras no séc. XX, em especial as razões que levaram as companhias britânicas a adotar uma estratégia de financiamento semelhante à da *VOC*, enquanto as companhias brasileiras seguiram um caminho diverso. Uma história das sociedades anônimas permitirá uma melhor compreensão do porquê de as sociedades anônimas brasileiras, na última década, terem se voltado novamente para o mercado de capitais, modificando suas estruturas de propriedade e controle.

1.1 Precedentes históricos da sociedade por ações

As raízes do direito continental europeu com frequência alcançam a Roma antiga; é notável a semelhança entre o direito contemporâneo e o direito romano em certas matérias. O direito comercial, entretanto, não pode reivindicar origens latinas. O comércio, embora amplamente praticado pelos romanos, não gozava de grande prestígio, e o papel transformador que o direito comercial veio a ocupar na história do direito continental europeu era então desempenhado pelos *ius gentium*¹, que em contraste com o *jus civile*, que é o direito próprio de uma determinada *civitas* (no caso, a romana), “è invece quel diritto che è comune alle varie genti”².

¹ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, pp. 63 e ss.

² SCIALOJA, Vittorio. *Corso di istituzioni di diritto romano*. Roma: Bodoni di G. Bolognesi, 1912, p. 88.

Como destaca Scialoja, o *ius civile* era vocacionado à permanência, e a formação de novas relações provocava sempre mudanças no *ius gentium*, cuja esfera era assim gradualmente ampliada³.

Essas observações são plenamente aplicáveis ao direito societário. Embora o direito romano tenha conhecido a *societas* como uma forma de associação para fins econômicos, esse instituto desempenhou um papel muito diminuto no desenvolvimento da moderna sociedade empresária. Por essas razões e por não se ter nesta obra a pretensão de esgotar a história da sociedades, mas apenas apontar os fatores jurídicos e econômicos que levaram à formação da companhia tal como a conhecemos, deixar-se-á de lado o direito romano clássico, partindo-se imediatamente do contrato de *commenda*, primeiro passo do processo histórico de que resulta o direito societário contemporâneo.

1.1.1 A commenda

À queda do Império Romano do Ocidente seguiu-se um turbulento período, marcado pela migração em massa dos povos germânicos e o domínio do Mar Mediterrâneo pelos árabes, hostis aos europeus. A formação do Império Carolíngio e a contenção da expansão árabe, com sua posterior expulsão da Europa, em conjunto com outros fatores⁴, restauraram a ordem e prosperidade no continente. Algumas cidades italianas como Florença, Gênova e Veneza foram especialmente beneficiadas por esse renascimento, e foi nelas que surgiu a *commenda*⁵.

³ “il *jus civile*, appunto perché proprio della *civitas*, era destinato a inaridirsi: tutti i nuovi rapporti sociali che si ebbero coll’espansione dell’impero, con la compressione in esso di genti svariatissime non facevano altro che sviluppare sempre più il *jus gentium*, e quando questo dava il modo di soddisfare a quei bisogni sociali a cui erano diretti gli istituti dello *jus civile* a poco a poco veniva a prendere il posto del *jus civile* e questo richiudeva sempre più in una piccola sfera” (SCIALOJA, Vittorio. *Corso di istituzioni di diritto romano*. Roma: Bodoni di G. Bolognesi, 1912, p. 92).

⁴ Condições climáticas favoráveis (v. BERGLUND, Björn E. Human impact and climate changes — synchronous events and a causal link?. In: *Quaternary International*, v. 105, n. 1, 2003, pp. 7-12, p. 10); ausência de epidemias (sobre a epidemia de peste bubônica que dizimou milhares de pessoas no continente europeu após a queda do Império Romano do Ocidente, v. FOURACRE, Paul. *The New Cambridge Medieval History*, v. I c. 500-700. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, pp. 129, 646 *et passim*); e melhorias tecnológicas (v. VERHULST, Adriaan. Economic Organization. In: McKITTEK, Rosamond (ed.). *The New Cambridge Medieval History*, v. II c. 700 — c. 900. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, pp. 481-509, pp. 483-484.)

⁵ Sobre a infra-estrutura superior de que desfrutavam essas cidades, v. JOHANEK, Peter. Merchants, markets and towns. In: REUTER, Timothy (ed.). *The New Cambridge Medieval History*, v. III c. 900— c. 1024. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, pp. 64-94, pp. 67 e 76; sobre sua posição geográfica privilegiada, v. PIRENNE, Henri. *História Econômica e Social da Idade Média*. São Paulo: Mestre Jou, 1978, pp. 21-22.

Esse contrato era visto na maior parte da Europa como uma sociedade⁶, mas se assemelhava muito a uma relação de crédito⁷. Ele funcionava da seguinte forma. Um investidor (chamado *commendator*) entregava uma quantia a um comerciante (o *tractator*) para emprego em uma determinada viagem de negócios. O *tractator* podia investir uma soma própria no empreendimento ou não, e o *commendator* podia estabelecer certas diretrizes ou não. Ao final da jornada as partes dividiam os ganhos ou perdas conforme previamente avençado⁸.

A *commenda* era sempre constituída para um empreendimento específico (em regra, uma determinada viagem de negócios), e liquidada ao final.

A tecnologia econômico-financeira da época do florescimento da *commenda* garantia a limitação da responsabilidade dos sócios, uma vez que o crédito era praticamente desconhecido e os pagamentos eram feitos à vista, e portanto dificilmente se perderia mais do que a quantia investida⁹.

⁶ PRYOR, John H. The Origins of the Commenda Contract. In: *Speculum*, v. 52, n. 1, Jan. 1977, pp. 5-37, p. 13 e ss.

⁷ “non si trova cenno di un fondo sociale, perché la proprietà delle cose conferite dal socio capitalista (*commendator*) resta in lui o passa al gerente (*tractator*); non vi si trova cenno nemmeno di una ragione sociale, perché questi tratta gli affari, che per lo più si effettuano a contanti, in nome proprio o in nome del suo sovventore” (VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*, v. II. Milano: Dottor Francesco Vallardi, 1935, p. 125).

⁸ “A sedentary investor, generally known as a *commendator*, delivered capital into the possession of a traveling associate, generally known as a *tractator*.

1. The *tractator* might or might not add capital of his own to that of the *commendator*. If he did not, the contract is referred to by modern historians as an unilateral *commenda* since the capital was supplied by one party only. If he did invest some additional capital, it was usually a half of that contributed by the *commendator* and modern historians refer to the contract as a bilateral *commenda* since both parties supplied capital.

2. The *commendator* might give certain directions concerning the management of the enterprise to be undertaken by the *tractator*.

3. The *tractator* took the capital away with him, generally overseas, and put it to work in some way.

4. On expiration of the time or voyages specified in the agreement made between the parties, the *tractator* returned to the home port to render account and divide the proceeds with the *commendator*. Under certain circumstances, or by agreement with the *commendator*, the *tractator* could remit the proceeds without returning to the home port himself.

5. After allowing for expenses incurred and deducting the capital originally contributed by either or both parties, profit or loss was divided according to a ratio agreed upon in the original contract. Generally, and in the archetypal case, in a unilateral *commenda* the *commendator* received 3/4 of any profit and bore all liability for loss while the *tractator* received 1/4 of any profit and bore no liability for loss of capital. He lost the value of his labor of course. In a bilateral *commenda* any profit was usually divided 1/2-1/2 while the *commendator* bore 2/3 of any loss and the *tractator* 1/3. (This is the archetypal division of profit and loss for both forms of the *commenda* as found in the statutes and most contracts from ports such as Genoa, Venice, Amalfi, Marseilles, and Barcelona. There were, of course, many variations. At Dubrovnik, for example, the 3/4-1/4 division of profit for the unilateral *commenda* was not the rule at all.)” (PRYOR, John H. The Origins of the Commenda Contract. In: *Speculum*, v. 52, n. 1, Jan. 1977, pp. 5-37, pp. 6-7).

⁹ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 209.

1.1.2 A companhia

No século XIII desenvolve-se na Itália um novo tipo societário, a *compagnia*¹⁰. Segundo Goldschmidt, “essa non prende il suo ponto di partenza dall’esercizio del commercio marittimo, ma dall’esercizio dell’industria (mestiere, fabbricazione)”¹¹. Não à toa ela parece ter se desenvolvido em cidades sem saída para o mar¹², onde as atividades financeiras e manufatureiras tinham mais importância que o comércio.

A *compagnia*¹³ difere radicalmente da *commenda*, e ao contrário desta não deixa dúvidas de que se está diante de uma sociedade. Com ela surge o conceito de patrimônio social como distinto do patrimônio dos sócios e do qual estes não podem dispor para a consecução de fins particulares¹⁴. Ela também existe perante terceiros, pois aquele que age em seu nome assina *Fulano de Tal et socii* (ou variantes)¹⁵. Não há, entretanto, qualquer forma de limitação da responsabilidade (que, de todo modo, tampouco existia na *commenda*, sendo antes resultado de fatores externos). Ordinariamente os sócios respondiam de forma solidária pelas dívidas da *compagnia*¹⁶.

Ao contrário da *commenda*, a *compagnia* era uma forma de associação perene, constituída para o exercício de uma determinada atividade (bancária, por exemplo) e que continuava existindo por tanto tempo quanto os sócios julgassem conveniente. Quando os sócios morriam, bastava que seus sucessores a refundassem.

Vale lembrar que a *compagnia*, em suas características essenciais, vive ainda como a sociedade em nome coletivo¹⁷.

¹⁰ DE ROOVER, R. Chapter II: The Organization of Trade. In: POSTAN, M. M.; RICH, E. E.; e MILLER, Edward. *The Cambridge Economic History of Europe*, v. III: *Economic Organization and Policies in the Middle Ages*. Cambridge: Cambridge University Press, 1965, pp. 42-156, pp. 70 e ss.

¹¹ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 214.

¹² BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 386.

¹³ Usar-se-á o nome em italiano para destacar o caráter histórico desse instituto e não provocar confusão com a companhia moderna, ou sociedade por ações.

¹⁴ “si comprende la destinazione — sconosciuta al diritto romano e nella commenda esistente solo qua e là e solo in germe — dei beni sociali, separati dai liberi beni particolari dei socii, agli scopi della società, di modo che nessun socio può disporre di una quota qualsiasi o di una parte qualsiasi dei beni sociali per scopi particolari” (GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, pp. 218-219).

¹⁵ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 215.

¹⁶ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 222-223.

¹⁷ V. artigos 1.039 e ss. do Código Civil (BRASIL. *Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

1.1.3 A sociedade em comandita (ou accomandita)

O passo seguinte na marcha evolutiva dos tipos societários seria o surgimento da sociedade em comandita, cujo primeiro registro se encontra em uma lei florentina de 1408 que determinou o registro dessas sociedades (indicando que elas já eram então conhecidas)¹⁸. O mero fato de registrar-se a sociedade resulta na publicização do patrimônio social, reforçando sua distinção do patrimônio dos sócios¹⁹.

É desnecessário detalhar as características da sociedade em comandita, que ainda hoje existe entre nós²⁰. Destaque-se apenas que a responsabilidade limitada dos sócios comanditários se consolidou somente no século XVI²¹.

A comandita atende à necessidade dos comerciantes europeus expandirem suas relações comerciais mantendo-se anônimos. Braudel relata que “[a] comandita é a possibilidade que tem um mercado irlandês de Nantes se associar (1732) a uma mercador irlandês de Cork e de “contornar... as prescrições da legislação francesa vigentes até a Revolução e que proíbem o não-reinícola de participar das empresas nacionais de navegação”²². Segundo o autor francês, contudo, a comandita substituiu a *compagnia* aos poucos e só se desenvolveu claramente no século XVI, o que pode estar ligado ao desenvolvimento da responsabilidade limitada dos comanditários. Mas então a Idade Média já se aproximava do fim e a ordem mercantilista que estava por vir exigiria novos instrumentos — como a sociedade por ações.

¹⁸ BRUNETTI, Antonio. *Trattato del diritto delle società*, v. I. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1948, p. 558; GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 212.

¹⁹ “La registrazione infatti denuncia al pubblico la costituzione del vincolo societario. Anche Arcangeli avverte il fenomeno dicendo che la sua importanza nella vita dell’acomandita non può esser posta in dubbio. “Essa ha fatto sì che fossero notti ai terzi le modalità del contratto, e fosse certa la somma sino alla quale rispondevano gli accomandanti. Essa ha indubbiamente contribuito ad affermare sempre più quell’autonomia del patrimonio sociale che già si era manifestata nella commenda ed anche nella società in nome collettivo” (BRUNETTI, Antonio. *Trattato del diritto delle società*, v. I. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1948, pp. 556-559). A sociedade em nome coletivo referida é a *compagnia*.

²⁰ Vide os artigos 1.045 e ss. do Código Civil para a sociedade em comandita simples; e 280 e ss. da Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976 (Lei das S.A.) para a sociedade em comandita por ações (BRASIL. *Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013; e BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²¹ BRUNETTI, Antonio. *Trattato del diritto delle società*, v. I. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1948, pp. 556-559.

²² BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 387.

1.2 A sociedade por ações

Como a história até aqui traçada indica, no século XVI certas características das sociedades por ações eram já conhecidas dos comerciantes e juristas europeus, ainda que de forma precária — especialmente a separação patrimonial entre sócios e sociedade e a limitação da responsabilidade. Mas não somente isso, a circulação de títulos de participação também já era uma prática difundida no Velho Continente. Braudel cita como exemplo de empreendimentos cuja participação era regularmente representada por títulos circuláveis a armação de navios, minas e moinhos²³.

Nas cidades italianas encontravam-se ainda desde cedo organizações chamadas *com-perae e maonae*. Eram “associazioni di capitali dei creditori dello Stato muniti di funzioni pubbliche”²⁴. Sua organização se assemelhava à das sociedades, com assembleia e diretoria²⁵, e os títulos representativos de seu capital eram transferíveis como coisas móveis²⁶. Mas na opinião de Goldschmidt, estas associações “non sono dappertutto pervenuto a una duratura organizzazione autonoma”²⁷.

Uma exceção seria a *maona* genovesa *di Chio e di Focea*, fundada em 1346, que o historiador germânico classifica como “senza dubbio una società per azioni coloniale”²⁸. Outra, talvez a mais célebre, seria o *Banco di San Giorgio*, fundado em Gênova em 1407. Esta também era uma “società di creditori dello Stato”, usufrutuária “della maggior parte delle entrate dello Stato, più tardi anche di quelle delle colonie, della cassa di ammortizzazione e della banca dello Stato, specialmente allo scopo di procacciare nuovi prestiti pubblici”²⁹.

²³ “Já antes do século XV, os navios do Mediterrâneo são muitas vezes propriedades divididas em ações — chamadas *partes* em Veneza, *luoghi* em Gênova, *caratti* na maior parte das cidades italianas, *quiratz* ou *caratz* em Marselha. E essas partes são vendidas. Do mesmo modo, em toda a Europa, algumas minas são propriedades partilhadas: como, já no século XIII, uma mina de prata perto de Siena, desde muito cedo as salinas e marinhas de sal [...]. Com o desenvolvimento do século XV, as minas da Europa central vão para as mãos de mercadores e príncipes, suas propriedades são divididas em partes, as *Kuxen*, e estas *Kuxen*, transferíveis, são objetos de especulações. Assim também os moinhos são, aqui e ali, sociedades, em Douai, em Colônia, em Toulouse” (BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 388).

²⁴ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 230.

²⁵ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 231.

²⁶ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 229.

²⁷ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 229.

²⁸ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 231.

²⁹ GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913, p. 233.

Esses precedentes históricos das sociedades por ações tinham a função de concentrar capitais. Perceba-se que os empreendimentos a que são associados requerem todos consideráveis investimentos, apontando para essa finalidade: navios, minas, moinhos e atividades tipicamente estatais (no caso das *comperae* e *maonae*) — requerem todos consideráveis investimentos, apontando para essa finalidade. As sociedades por ações não têm outra finalidade: “a sociedade por ações é o meio de atingir um público mais amplo de financiadores, o meio de estender geográfica e socialmente as zonas de drenagem de dinheiro”³⁰. Como se verá, elas foram a resposta — uma das várias possíveis — às demandas financeiras das grandes navegações e do colonialismo mercantilista europeu.

As primeiras companhias coloniais propriamente ditas aparecem na segunda metade do século XVI e primeiros anos do século XVII, como consequência das grandes navegações e da abertura de novas rotas comerciais. A mais antiga de que se tem notícia é a *Muscovy Compagnie*, fundada em 1551, que ligava a Inglaterra a Moscou. Quase 50 anos mais tarde, na virada do ano do século XV para o século XVI foi fundada na Inglaterra a *East India Company* inglesa³¹. Mas foi apenas no ano seguinte que surgiu a mais célebre dentre as primeiras sociedades por ações: a Companhia das Índias Orientais holandesa — cujo nome em holandês é *Vereenigde Oost-Indische Compagnie*, ou seja *Companhias Unidas* das Índias Orientais, o que deixa claro que ela mesma foi precedida de outras.

Para Braudel, as companhias coloniais têm uma “dupla ou tripla característica: implicam um jogo capitalista nervosíssimo; são impensáveis sem o privilégio concedido pelo Estado; [e] confiscam zonas inteiras do comércio de longa distância”³². Gênova e Veneza já haviam mantido colônias no Mediterrâneo durante séculos³³, nos quais seus mercadores evidentemente gozavam de privilégios, e antes delas Roma e Atenas haviam feito o mesmo. O que faltava a esses empreendimentos era o espírito capitalista. A adição desse elemento modificou completamente as circunstâncias e propiciou o surgimento da *VOC*, uma sociedade tão singu-

³⁰ BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 390.

³¹ ROBINS, Nick. *The Corporation that Changed the World: How the East India Company Shaped the Modern Multinational*. London: Pluto, 2006, p. 5.

³² BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. II — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 392.

³³ COORNAERT, E. L. J. Chapter IV: European Economic Institutions and the New World; the Chartered Companies. In: RICH, E.E.; e WILSON, C. H. *The Cambridge Economic History of Europe, v. IV: The Economy of Expanding Europe in Sixteenth and Seventeenth Centuries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, pp. 223-275, p. 221.

lar que a Ascarelli a coloca na origem das sociedades anônimas, classificando todas as companhias anteriores como *precedentes históricos*³⁴.

1.2.1 A Companhia das Índias Orientais holandesa — VOC

O fato da *VOC* garantir a limitação da responsabilidade pelos débitos da companhia a todos os sócios — inclusive aos sócios-gerentes, ao contrário das sociedades em comandita — certamente foi uma inovação significativa. Mas Gelderblom e Jonker sustentam que as companhias que precederam a *VOC* — as *voorcompagnieën* — já garantiam o mesmo grau de responsabilidade limitada³⁵, o que tiraria da *VOC* o pioneirismo nesse quesito. O caráter realmente revolucionário da *VOC* encontra-se na grande dispersão e intensa circulação de suas ações.

O comércio marítimo com o extremo oriente representou um grande desafio para os mercadores holandeses; as viagens à Ásia eram de duas a quatro vezes mais caras do que aquelas ao Caribe ou África, mais arriscadas — entre 1595 e 1601 um quinto dos navios destinados à Ásia foram perdidos — e muito mais longas, imobilizando capitais por até 15 anos³⁶.

Naturalmente esses desafios se impuseram também a outros estados, e cada um deles respondeu à sua maneira. Portugal estabeleceu um sistema que concentrava o poder na reale-

³⁴ ASCARELLI, Tullio. Princípios e Problemas das Sociedades Anônimas. In: _____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, pp. 451-510, pp. 452 e ss.

³⁵ GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 649, nota de rodapé n. 41.

³⁶ “From 1595 onwards, expeditions to Asia changed the demand for capital in three key respects. First, at 100,000 guilders per ship, the sums needed were two to four times the amount of trips to, say, Africa or the Caribbean. Such demands were beyond the means of both individual merchants and traditional associations with a limited number of partners. Second, the distance and time involved multiplied risk; during the pioneering years 1595-1601, more than 20 percent of ships sent out to Asia were lost. Third, capital would remain tied up for a much longer period because round trips to Asia took about two years to complete. Investors might then expect a first and sometimes generous dividend, but that was not the end of it. Several of the pioneering Asian voyages took ten to 15 years to wind up. Presumably the accumulated products and assets could not be liquidated easily; [...]. Consequently, such projects required new ways of safe guarding liquidity while covering the commitment of substantial funds for unusually long periods of time” (GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 648-649).

za; a Espanha optou por organizar a exploração das novas fronteiras comerciais através das *Casas de Contratación*³⁷; e a Inglaterra utilizou-se de seu desenvolvido sistema de guildas³⁸.

Já a Holanda valeu-se dos institutos jurídicos e relações comerciais desenvolvidos ao longo da Baixa Idade Média de que já se falou, primeiro com as *voorcompagnieën* e mais tarde com a *VOC*, que elevou as técnicas de acumulação de capital até então conhecidas a um novo patamar e revolucionou o direito societário.

Como se afirmou acima, no século XVI os títulos de participação já eram conhecidos e negociados pelos europeus³⁹. No entanto, seu público era restrito⁴⁰. Um excepcional interesse do público em aplicar seus recursos em empreendimentos coloniais na Ásia (garantido pelos exorbitantes lucros de expedições anteriores) e a substituições de ações ao portador por ações

³⁷ “To organize trade, the Spanish government created the Real Audiencia y Casa de Contratación, under a treasurer, a controller and secretary, and a 'factor' whose special duty was to control the shipments of merchandise (the first to hold the office was a Genoese, who had drawn up the blue-print for the *casa*). The institution was intended to be at the same time a court of justice, a trade administration and, a necessary element at that time, an academy of hydrography. The Casa de Contratación kept record of the merchandise exported, the merchandise brought from the colonies and the many and varied details which affected trade with Spain's overseas territories. It soon began to organize convoys, which were made compulsory from 1526 onwards, it chose the captain and the clerk of each ship, arranged the composition of the fleets, and regulated their time of sailing and their route” (COORNAERT, E. L. J. Chapter IV: European Economic Institutions and the New World; the Chartered Companies. In: RICH, E.E.; e WILSON, C. H. *The Cambridge Economic History of Europe, v. IV: The Economy of Expanding Europe in Sixteenth and Seventeenth Centuries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, pp. 223-275, p. 231). Naturalmente essas *Casas* eram financiadas com impostos arrecadados principalmente dentre aqueles que fruía de seus serviços.

³⁸ “The practices of the fifteenth century had accustomed the Portuguese to official controls, to royal monopolies and to a system of farming out the trade, sometimes on a regional basis, sometimes on a basis of commodities. The Spaniards, faced with a new task, were immediately moulded by the institution of the *Casa de Contratación*. The English, driven to take to the sea in pursuit of trade, had formed local guilds for hundreds of years and had traditionally carried on their life behind the shelter of charters and collective privileges” (COORNAERT, E. L. J. Chapter IV: European Economic Institutions and the New World; the Chartered Companies. In: RICH, E.E.; e WILSON, C. H. *The Cambridge Economic History of Europe, v. IV: The Economy of Expanding Europe in Sixteenth and Seventeenth Centuries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, pp. 223-275, p. 241).

³⁹ Vide seção 1.2, e ainda: “Os títulos de dívida pública do Estado começaram muito cedo a ser negociados em Veneza, em Florença mesmo antes de 1328, em Gênova, onde há um mercado ativo de *luoghi* e *paghe* da Casa di San Giorgio, para não falar das *Kuxen*, as ações das minas alemãs cotadas desde o século XV nas feiras de Leipzig, dos *juros* espanhóis, das obrigações francesas emitidas pelo Paço Municipal de Paris (1522) ou do mercado de obrigações das cidades hanseáticas já no século XV. Os estatutos de Verona, em 1318, ratificam o mercado a prazo (*mercato a termine*). Em 1428, o jurista Bartolomeo de Bosco protesta contra as vendas de *loca* a prazo, em Gênova. Prova de uma anterioridade mediterrânea” (BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 82).

⁴⁰ “Until then the market for equity claims had remained rather thin. Before 1602 very few participants in shipping companies and colonial companies sold their interests. Trade in *parten* and in shares in the Asian ventures was limited to a narrow circle of insiders, i.e., a dozen or perhaps two in the case of shipping companies, and a few dozen in the case of the *voorcompagnieën*. For others, gathering information about the true state of affairs was simply too complicated. The shares in the early colonial companies were thus not very liquid, that is to say, they were not easy to sell at any given moment when the holder might require cash. This was a disadvantage, which limited the attractiveness to outside investors. As a result, the shares mainly changed hands following bankruptcies or the winding up of estates” (GELDERBLUM, Oscar e JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 653-654).

escriturais, que forneciam maior segurança aos investidores, permitiram que a *VOC* alcançasse um universo muito mais amplo de poupadores que suas antecessoras⁴¹.

Essa inovação, porém, não resolvia outro problema. As viagens à Ásia podiam levar até quinze anos para serem liquidadas⁴², e isso imobilizava o capital por um período excessivo. Permitir o livre desinvestimento não era viável, pois colocaria em risco a saúde financeira da companhia. A solução encontrada foi a livre transferibilidade das ações, estatutariamente garantida, a que correspondia uma vedação ao desinvestimento pelo período de 10 anos⁴³.

Dessa forma a *VOC* conseguiu criar um ativo mercado secundário para suas ações⁴⁴, tornando-se a primeira sociedade por ações a se organizar de uma forma realmente capaz de captar e mobilizar a poupança popular. É por essa razão que Ascarelli afirma que ela é a primeira sociedade por ações da história. Para o mestre italiano, a função econômica e social da sociedade por ações

decorre do fato de constituir, ela, um instrumento jurídico para recolher economias em vastas camadas da população, angariando assim, capitais que superam as forças econômicas de indivíduos isolados ou de pequenos grupos e que, entretanto, são os necessários para a industrialização do país e para a constituição das instalações industriais; democratizando assim, a colheita do capital industrial, e facultando a participação a uma empresa industrial tam-

⁴¹ “The VOC effected a radical change in three respects. First, the spread of share-ownership was much wider than ever before. The Amsterdam chamber had more than 1,100 initial subscribers on an estimated adult population of no more than 50,000 people. The huge profits of some Asian expeditions had created a keen public interest, to the point of attracting even small savers investing up to 150 guilders. Second, the charter's clear rules about ownership and transfer of shares fulfilled key requirements for a transparent market. The VOC did not issue written or printed shares to subscribers, but entered their pledge in a share register that served as proof of ownership. All transfers had to be effected through matching entries made in the presence of two board members, with a small charge serving as remuneration for the bookkeepers. Ascertaining ownership was sufficiently easy to forestall the use of formal paper share certificates, turning the VOC shares into recognizable assets for any interested investor” (GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. *Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612*. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 653-654).

⁴² Vide trecho logo acima e nota de rodapé n. 36.

⁴³ “the new company stipulated that shareholders pledge their capital for a period of ten years. As a corollary, the shares were made transferable by clauses laying down a procedure for transferring ownership by matching entries in the company ledgers. Shareholders could now liquidate their holding as and when required, so these provisions in effect created a secondary market in VOC shares” (GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. *Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612*. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 653).

⁴⁴ “between 1603 and 1607 anything between 100 and 200 shares per year changed hands, representing 6—7 percent of the Amsterdam chamber's capital. Trade was brisk enough for printed standard share-transfer forms to be introduced in 1604. By the end of 1607 about a third of the capital of the Amsterdam chamber had been transferred. Selling shares had now become so common that the VOC board attempted to have its ten-year charter extended to 20 years, arguing that investors could get their money back from the market immediately and thus would not be disadvantaged from an extension” (GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. *Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612*. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, pp. 655-656).

bém a quem não poderia, pessoal e diretamente, constituí-la e administrá-la — seja à vista da monta das suas economias, seja a vista dos seus afazeres⁴⁵.

A *VOC* cumpriu magistralmente essa função; ainda hoje, porém, nem todas companhias o fazem. O empresariado brasileiro por muito tempo não foi capaz de fazer com que as sociedades por ações nacionais cumprissem plenamente sua função econômica e social. Já os empreendedores britânicos foram bastante exitosos nesse sentido.

No capítulo seguinte analisar-se-ão os fatores que levaram ao sucesso destes e insucesso daqueles, bem como transformações recentes nesse cenário. A finalidade é contextualizar o problema da remuneração dos administradores nos dois países.

⁴⁵ ASCARELLI Tullio. 5ª aula. In: _____. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007, pp. 93-112, pp. 94.

2 A SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE NO *UK* E NO BRASIL

Como se viu ao final do capítulo anterior, a *VOC* se destacou entre suas antecessoras e contemporâneas por sua capacidade de captar e mobilizar poupança popular. Os dados suportam essa conclusão. O maior acionista da *VOC* possuía uma participação equivalente a apenas 1,63% do capital social⁴⁶, e entre 1603 e 1607 de 100 a 200 ações da *VOC* ligadas à Câmara de Amsterdam (que concentrava mais da metade das ações) eram anualmente negociadas, o suficiente para justificar a impressão de formulários padrão⁴⁷.

Durante décadas foram raras as companhias brasileiras que tiveram a mesma capacidade para captar e mobilizar capitais. A maioria das sociedades por ações pátrias preferia recorrer ao sistema bancário ou ao estado (via Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social — BNDES) para obter recursos. Lembre-se ainda que uma parcela considerável das companhias nacionais era e ainda é controlada pelo próprio estado, que as financia através de tributos. Dessa forma as captações em ações exerciam um papel secundário e a propriedade acionária permanecia concentrada em poucas mãos — o que por sua vez redundava em um mercado secundário raquítico.

Esse panorama contrasta radicalmente com aquele encontrado no *UK*. Desde pelo menos a década de 1970 as companhias britânicas não hesitam em buscar recursos no mercado de capitais. O resultado é a pulverização da propriedade acionária⁴⁸.

Essas circunstâncias têm um impacto na disciplina da remuneração dos administradores, como se verá nos capítulos que seguem, e sua alteração pode vir a exigir modificações nessa disciplina.

Este capítulo é dividido em três seções. A primeira expõe o estado presente da propriedade acionária no *UK*, de forma a não deixar dúvidas de que nesse país predominam as soci-

⁴⁶ Percentual calculado com base em dados encontrados em GELDERBLOM, Oscar e JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672, p. 657 (participação do maior acionista); e COORNAERT, E. L. J. Chapter IV: European Economic Institutions and the New World; the Chartered Companies. In: RICH, E.E.; e WILSON, C. H. *The Cambridge Economic History of Europe*, v. IV: *The Economy of Expanding Europe in Sixteenth and Seventeenth Centuries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, pp. 223-275, p. 257 (capital social da *VOC*).

⁴⁷ Vide nota de rodapé n. 44.

⁴⁸ Embora uma definição precisa do conceito de sociedade de capital disperso ou pulverizado não seja imprescindível para os fins deste trabalho, cabe referir que o autor considera assim aquela sociedade em que o maior acionista (ou grupo de acionistas) possui (direta ou indiretamente) 20% por cento ou menos do capital votante. Grupos de acionistas controladores podem ser formados, p.e., por familiares ou pessoas unidas por acordos de acionistas. Neste segundo caso, é preciso examinar se o acordo é capaz de constituir um bloco de controle (analisando-se, p.e., seu escopo e eficácia nas assembleias — ou seja, se *na prática* ele se traduz em um *poder* de controle). Em caso positivo, deve-se considerar a soma das participações dos acordantes para definir se ha ou não capital pulverizado.

idades de capital pulverizado. A segunda analisa a teoria mais popular sobre as razões para a concentração ou pulverização do capital em uma determinada jurisdição — a teoria das famílias jurídicas, de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny. Na terceira, investigam-se os fatores que levaram à dispersão da propriedade acionária no *UK*. E na quarta analisa-se a evolução do mercado de capitais e propriedade acionária no Brasil da segunda metade do século XIX ao presente. Sendo uma das propostas deste trabalho ensaiar sobre o futuro da disciplina pátria da remuneração dos administradores de sociedades por ações, ao final dessa última seção perscrutar-se-á o futuro da propriedade acionária no Brasil.

2.1 A propriedade acionária no *UK* hoje

Como já se disse, a propriedade acionária das companhias britânicas é dispersa, ou seja, caracterizada pela inexistência de grandes acionistas⁴⁹. Diversas pesquisas realizadas na década de 1990 confirmam essa afirmação.

La Porta *et alii* reportam que na média os três maiores acionistas das dez maiores companhias britânicas⁵⁰ possuem 19% das ações — contra 48% na Alemanha, 34% na França, 51% na Espanha e 28% na Suécia, por exemplo. Os únicos países com concentração inferior ao *UK* nesse quesito foram Taiwan e Japão, ambos com 18%⁵¹.

Em outra pesquisa os mesmos autores apontam que 60% das 10 menores companhias britânicas com valor de mercado igual ou superior a US\$ 500 milhões não tem nenhum acionista com 20% ou mais do capital social — índice que só é inferior ao da República da Irlanda (63%) e EUA (90%). Quando o corte é feito nos 10% de propriedade do capital, porém, o *UK* fica bem mais atrás — apenas 10% das companhias não apresentam nenhum acionista com 10% ou mais do capital social, índice que fica abaixo do Canadá (40%), República da Irlanda (50%), Japão (20%), EUA (50%) e Suíça (40%). É interessante comparar companhias de médio porte (como as dessas última pesquisa de La Porta *et alii*) pois elas representam melhor um caso típico.

Goergen e Renneboog reportam que em 1992 na média o maior acionista das sociedades britânicas detinha 14,44% do capital; os três maiores detinham conjuntamente 26,84%; e

⁴⁹ A afirmação não exclui a possibilidade de exceções à regra.

⁵⁰ Excluídas as instituições financeiras.

⁵¹ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.147-1.148. Os dados são de 1993.

os cinco maiores, 32,99%⁵². Para fins de comparação, na França esses índices eram aproximadamente 52%, 62% e 68% em 1995⁵³; e 49,6%, 52,5% e 53,1% na Alemanha em 1996⁵⁴.

Franks e Mayer, por sua vez, apontam que entre 1990 e 1991 em apenas 16% das companhias britânicas listadas em bolsa havia um acionista com 25% ou mais das ações. Na França esse número era de 79%, e na Alemanha, 85%⁵⁵.

Paulo Alves, por fim, relata que na média o maior acionista das 20 maiores companhias britânicas detinha em 2005 uma participação de 7,3%. Na Alemanha o maior acionista das 20 maiores companhias detinha uma participação de 23,6%, enquanto na França esse índice era de 21,5%⁵⁶.

Como se vê, quaisquer que sejam os parâmetros ou o período considerado o *UK* apresenta, na média, um grau de dispersão acionária superior àquele encontrado em outros países, mesmo aqueles considerados “desenvolvidos”, como França e Alemanha. Somente os EUA e, em algumas pesquisas, Japão⁵⁷ e Austrália,⁵⁸ apresentam números comparáveis.

2.2 A teoria das famílias jurídicas de La Porta *et alii*

Nas últimas décadas juristas e economistas vêm procurando explicações para o fato de predominar a propriedade acionária dispersa nos EUA e *UK*, e a propriedade acionária concentrada na esmagadora maioria dos demais países. A teoria mais popular sobre as razões que teriam levado ao domínio das sociedades de capital disperso nos EUA e *UK* é aquele de autoria de Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. Em dois artigos intitulados *Corporate Ownership Around the World* e *Law and Finance* (o primeiro deles sem a colaboração de Robert Vishny) esses autores demonstraram que na média a participação dos três maiores acionistas no capital das grandes sociedades por ações é significati-

⁵² GOERGEN, Marc e RENNEBOOG, Luc. Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 259-284, p. 268. Os dados se referem a um grupo de 250 companhias listadas.

⁵³ BLOCH, Laurence e KREMP, Elizabeth. Ownership and Voting Power in France. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 106-127, p. 116. Os dados se referem a um grupo de 674 companhias listadas.

⁵⁴ BECHT, Marco e BÖHMER, Ekkehart. Ownership and Voting Power in Germany. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 128-153, p. 139. Os dados se referem a um grupo de 372 companhias listadas.

⁵⁵ FRANKS, Julian e MAYER, Colin. Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 9, n. 4, Winter 1997, pp. 30-45, p. 33.

⁵⁶ ALVES, Paulo. *Corporate Ownership: Some International Evidence*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1304197>>. Acesso em 12 de janeiro de 2013, p.13.

⁵⁷ La Porta *et alii*, conforme citado acima.

⁵⁸ ALVES, Paulo. *Corporate Ownership: Some International Evidence*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1304197>>. Acesso em 12 de janeiro de 2013, p.13.

vamente menor nesses dois países e que as companhias em que o maior acionista detém menos de 20% das ações são muito mais comuns do que na grande maioria dos demais⁵⁹.

Essa descoberta, por si só, talvez não despertasse excepcional interesse. Mas os autores não se limitaram a ela. Seu verdadeiro objetivo era examinar “the costs and benefits of alternative legal rules regarding investor rights” e seu impacto sobre a propriedade acionária⁶⁰. Para isso eles separaram os diversos países pesquisados em quatro famílias jurídicas — *common law*, francesa, alemã e escandinava — e analisaram “[the] legal rules pertaining to the rights of investors, and to the quality of enforcement of these rules”⁶¹.

Esta análise leva os autores a concluir que o direito continental, em especial a família francesa, oferece menor proteção aos investidores que a *common law*; as famílias escandinava e germânica, porém, oferecem a melhor estrutura para a aplicação do direito (*law enforcement*), com a *common law* em terceiro lugar e a francesa novamente em último⁶².

La Porta *et alii* levantam então a hipótese de que “companies in countries with poor investor protection have more concentrated ownership of their shares”⁶³. E consideram a hipótese confirmada: “the quality of legal protection of shareholders helps determine ownership concentration”⁶⁴.

Embora a conclusão dos autores seja prudentemente mitigada — “helps determine” —, ela repercutiu como uma afirmação categórica. Isso talvez seja devido ao reforço da tese no artigo seguinte, denominado *Corporate Ownership Around the World*, que expandiu o universo da pesquisa e mais uma vez supostamente demonstrou que “widely held firms are more

⁵⁹ Vide LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.113-1.155, especialmente pp. 1.145 e ss.; e LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World*. Disponível em: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf>>. Acesso em 12 de março de 2012, especialmente pp. 59 e ss.

⁶⁰ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.113-1.155, p. 1.115.

⁶¹ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.113-1.155, p. 1.115.

⁶² “Civil law gives investors weaker legal rights than common law does, independent of the level of per capita income. Common-law countries give both shareholders and creditors — relatively speaking — the strongest, and French-civil-law countries the weakest, protection. German-civil-law and Scandinavian countries generally fall between the other two. The quality of law enforcement is the highest in Scandinavian and German-civil-law countries, next highest in common-law countries, and again the lowest in French-civil-law countries” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, December 1998, pp. 1.113-1.155, p. 1.116).

⁶³ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.113-1.155, p. 1.145.

⁶⁴ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, Dec. 1998, pp. 1.113-1.155, p. 1.151.

common in countries with good protection”, novamente figurando os países de *common law* — em especial EUA e *UK* — como os que oferecem melhor proteção ao acionista⁶⁵.

Todavia, esses resultados precisam ser recebidos *cum grano salis*. Analisando-se a tabela na p. 1.130 do artigo *Law and Finance* e o detalhamento das variáveis na p. 1.122 do mesmo artigo, observa-se que os autores afirmam que no Brasil a lei societária (I) não autoriza o voto por procuração via correio; e (II) não permite aos acionistas acumular seus votos em um candidato à administração. Tais afirmações contrariam frontalmente os artigos 126, § 2^o⁶⁶ e 141⁶⁷, respectivamente, da Lei das S.A.

Além disso, é bastante duvidosa a afirmação de que os EUA e o *UK* — os dois principais representantes da *common law* — ofereçam elevado grau de proteção aos acionistas:

neither the United States nor the United Kingdom has a corporate law that is particularly shareholder oriented. [...] the ‘Law Matters’ thesis advocated by La Porta *et al.* claims that strong corporate law protection for shareholders played a crucial role in the emergence of outsider systems. This is curious given that US corporate law has been somewhat anti-shareholder in its tendency to allow a much greater discretion to managers. For example, the judicial allowance of corporate constituency concerns, and the enactment in numerous states of protective corporate constituency statutes, management friendly proxy rules, the allowance of staggered boards, the use of protective business judgement rules (particularly in Delaware), and the allowance of takeover defenses, are all key anti-shareholder features of US corporate law. [...]

The United Kingdom is arguably more shareholder oriented in its corporate law, as it does in theory give shareholders the ability to remove the board. However, in larger companies with an outsider system of ownership and control, co-ordination and apathy can be a significant barrier to shareholder control. UK corporate law also accords a wide discretion to managers in their running of the company and on key issues such as minority protection, it has historically been very shareholder unfriendly. Similarly, directors’ fiduciary obligations to shareholders have remained sufficiently vague so as to create a wide management discretion with regard to major decisions. Addi-

⁶⁵ LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. *Corporate Ownership Around the World*. Disponível em: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf>>. Acesso em 12 de março de 2012, pp. 18 e 20.

⁶⁶ § 2º O pedido de procuração, mediante correspondência, ou anúncio publicado, sem prejuízo da regulamentação que, sobre o assunto vier a baixar a Comissão de Valores Mobiliários, deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- a) conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- b) facultar ao acionista o exercício de voto contrário à decisão com indicação de outro procurador para o exercício desse voto;
- c) ser dirigido a todos os titulares de ações cujos endereços constem da companhia (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁶⁷ Art. 141. Na eleição dos conselheiros, é facultado aos acionistas que representem, no mínimo, 0,1 (um décimo) do capital social com direito a voto, esteja ou não previsto no estatuto, requerer a adoção do processo de voto múltiplo, atribuindo-se a cada ação tantos votos quantos sejam os membros do conselho, e reconhecido ao acionista o direito de cumular os votos num só candidato ou distribuí-los entre vários (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

tionally, the judicial interpretation of the directors' duty of skill and care has historically been maintained at a low level⁶⁸.

Tais críticas tornam necessária uma análise mais acurada dos elementos que concorrem para a dispersão da propriedade acionária⁶⁹.

2.3 A evolução e estado presente da propriedade acionária no UK

Até o início do século XX as ações não ocupavam uma posição de destaque no mercado financeiro londrino. Embora a movimentação desse mercado fosse intensa já no século XVIII⁷⁰, ela era baseada na negociação de dívidas, em especial dívidas públicas⁷¹. Entre 1900 e 1910, contudo, as emissões de ações cresceram 37,5% ao ano⁷², impulsionadas por um processo de consolidação, *i.e.*, um mercado de fusões e aquisições bastante ativo.

Nenhum autor ousa afirmar que já se possa falar em propriedade acionária dispersa nesse primeiro momento; no entanto, não se encontra o mesmo consenso no que respeita à ocasião de seu surgimento.

De acordo com dados apresentados por Franks, Mayer e Rossi, por exemplo, em 1920 o UK já apresentava um elevado grau de dispersão acionária, mesmo para os padrões atuais:

if we examine W10, the proportion of firms classified as widely held using the definition that the largest shareholder owns less than 10% of the shares (...), then we find that the 1990 sample is less dispersed than either the 1920 or the 1950: 40% of the sample firms were dispersed in 1990, as compared with 43% in 1920 and 49% in 1950⁷³.

⁶⁸ DIGNAM, Alan e GALANIS, Michael. Corporate Governance and the Importance of Macroeconomic Context. In: *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 28, n. 2, Summer 2008, pp. 201-243, pp. 223-224.

⁶⁹ Historicamente a propriedade concentrada precede à dispersa, como ilustra a história da VOC narrada no capítulo anterior. Por essa razão convém analisar-se primeiro o processo de dispersão do capital, para então indagar por que ele não ocorreu nos lugares em que ainda predomina a propriedade concentrada.

⁷⁰ BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009, p. 87.

⁷¹ CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 12; DIGNAM, Alan e GALANIS, Michael. Corporate Governance and the Importance of Macroeconomic Context. In: *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 28, n. 2, Summer 2008, pp. 201-243, p. 220; e COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097>. Acesso em 19 de abril de 2012, pp. 9-10.

⁷² FRANKS, Julian; MAYER, Colin; e ROSSI, Stefano. *Ownership: Evolution and Regulation*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354381>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 49.

⁷³ FRANKS, Julian; MAYER, Colin; e ROSSI, Stefano. *Ownership: Evolution and Regulation*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354381>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 20.

Esses dados não significam que houve uma concentração da propriedade acionária nesse período; analisando-os em conjunto com outros os autores afirmam que “a amostragem de 1990 [é] ligeiramente mais dispersa que a amostragem de 1920”⁷⁴.

Apesar das evidências apresentadas por Franks *et alii*, a maioria dos autores britânicos sustenta que a propriedade acionária dispersa tornou-se prevalente no *UK* a partir das décadas de 1960 ou 1970. Para Coffee, “sometime between the late 1930's and the mid-1970's, ownership and control probably separated in most U.K. companies”⁷⁵. Armour e Gordon afirmam que “Ownership dispersion was completed following the enormous takeover boom of the 1960s”⁷⁶. Para Dignam e Galanis, por sua vez, “it was not until the 1970s that the separation of ownership and control was completed”⁷⁷. Há diversas teorias que se propõem a explicar como e por que isso se deu.

2.3.1 O papel da auto-regulação

Cheffins apresenta uma teoria construída sobre aquela de La Porta *et alii*, mas que leva em consideração, além do direito estatal, a auto-regulação.

O autor, assim como Dignam e Galanis⁷⁸, argumenta que na primeira metade do século XX o sistema britânico não era particularmente favorável a investidores⁷⁹: distinções entre diferentes classes de ações quanto a direito de voto não eram reguladas, assim como o direito de preferência em aumento de capital; o judiciário aplicava timidamente as normas sobre deveres dos administradores; o *insider trading* era tolerado; e as exigências quanto à divulgação

⁷⁴ FRANKS, Julian; MAYER, Colin; e ROSSI, Stefano. *Ownership: Evolution and Regulation*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354381>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 20.

⁷⁵ COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097>. Acesso em 19 de abril de 2012, p. 42.

⁷⁶ ARMOUR, John e GORDON, Jeffrey N. *The Berle-Means Corporation in the 21st Century*. Disponível em: <<http://www.law.upenn.edu/currently/seminars/businesslawscholarship/papers/Gordon.pdf>>. Acesso em 23 de janeiro de 2012, p. 26.

⁷⁷ DIGNAM, Alan e GALANIS, Michael. Corporate Governance and the Importance of Macroeconomic Context. In: *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 28, n. 2, Summer 2008, pp. 201-243, p. 221.

⁷⁸ Vide seção 2.1, acima.

⁷⁹ “While the judicial system had various commendable features, in most respects Britain did not qualify as a “protective” jurisdiction for outside investors. Instead, prior to the middle of the century, neither UK companies legislation nor relevant common law principles afforded much explicit protection to minority shareholders” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 17).

de informações eram reduzidas⁸⁰. Para ele, foi a auto-regulação a responsável pelo desenvolvimento do mercado de capitais britânico na primeira metade do século XX.

Após a Primeira Guerra Mundial os distribuidores de ações teriam passado a ser mais seletivos quanto às empresas que se dispunham a lançar, com vistas a criar uma boa reputação⁸¹. Ao mesmo tempo, a *London Stock Exchange (LSE)* teria passado a ser mais exigente com as companhias que pretendiam ter suas ações negociadas em seu ambiente, bem como a prescrever um maior grau de publicidade às já listadas⁸².

O direito, ao contrário, pouco avançou. Se as regras sobre publicidade foram aprimoradas⁸³, outras permaneceram intocadas ou até mudaram em prejuízo dos investidores (como aquelas relativas à ação derivativa)⁸⁴. A formação de um mercado pelo poder de controle capaz de proporcionar segurança aos investidores tampouco foi fruto de mudanças legislativas,

⁸⁰ “For instance, the issuance of shares with unequal voting rights was not regulated (...) and the same sort of “hands-off” approach prevailed with pre-emptive rights (...). With respect to a duty of loyalty, English courts did oblige directors to act in a company’s best interests and to avoid conflicts of interest. Nevertheless, judicial caution served to diminish the significance of these duties. When a case involving directors’ duties came before the courts, the judiciary was generally reluctant to meddle (...).
(...)

The legal principles governing transactions where directors had a conflicting personal interest illustrates the point. Statutory regulation in the area was negligible, with the primary exception being a provision enacted in 1929 that required a director who had a conflict to disclose this at a board meeting (...). On the other hand, the common law was quite strict, since a breach of duty could arise even if an impugned contract was reasonable and fair. It was standard practice, however, for UK companies to relax the law by adopting exculpatory clauses in the corporate constitution (...). Moreover, it was always possible for shareholders to “whitewash” a breach of duty by ratifying a conflict of interest transaction, and the directors who were potentially at risk were entitled to vote their shares on any such resolution” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, pp. 18-19). Nas páginas seguintes o autor segue demonstrando como o direito britânico era permissivo em relação a *insider dealing* e pouco exigente quanto à divulgação de informações (*disclosure*), o que se deixa de reproduzir por razões de economia.

⁸¹ CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, pp. 21-22.

⁸² CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, pp. 24 e ss.

⁸³ CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 31 e ss.

⁸⁴ “While from the 1940s onwards the general trend with the law governing UK companies was in the direction of increased regulation, with various issues that might have been expected to affect the comfort level of shareholders in public companies, the law changed little. This was the case, for instance, with shares with unequal voting rights, since UK companies legislation continued to say nothing on the matter (...). Appraisal rights and derivative litigation were two other areas of the law relevant to minority shareholders where the status quo largely prevailed. Throughout the latter half of the 20th century, shareholders only had under highly exceptional circumstances the dissent and buy-out rights associated with appraisal (...). With derivative litigation, the courts rejected attempts to loosen the restrictive procedural rules established in the 19th century. Indeed, they threw the process into reverse by placing new barriers in the way of a shareholder acting without majority support” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 28-29).

mas da auto-regulação, especificamente daquela elaborada pelo *Takeover Panel*⁸⁵ — que inclusive foi tomado como modelo na recente constituição do Comitê de Aquisições e Fusões brasileiro.

Nos anos que se seguiram a *LSE* continuou exercendo um papel crucial no desenvolvimento do mercado, estabelecendo regras sobre ações sem direito de voto, direito de preferência no aumento de capital, aquisições e alienações substanciais de ativos, *insider trading* e conflito de interesses⁸⁶.

Por essas razões o autor conclui que a verdadeira responsável pela criação de um ambiente propício para a dispersão da propriedade acionária — um ambiente em que pequenos investidores se sintam seguros de que não serão espoliados sem cerimônia por administradores sobre os quais tem pouco ou nenhum controle — foi a auto-regulação, e não o direito emanado pelo estado. Mas Cheffins ressalva que é possível que esse modelo tenha obtido sucesso devido às peculiaridades do mercado londrino, e talvez não possa ser reproduzido em outros lugares⁸⁷.

⁸⁵ “Prior to the late 1960s, the main controls over takeover bids were the UK’s laws governing anti-competitive behaviour (...). In this unregulated environment, a frequent complaint was that terms offered to shareholders of a target company were unequal (...). For instance, objections were raised against “partial” bids, where inequality of treatment was inherent since the offer to purchase outstanding equity was not extended to all shareholders (...). Concerns were also expressed about insufficient disclosure and misuse of inside information (...).

The response to the growing discontent concerning takeover bids was “self-regulatory” in nature (...). In the late 1960s, leading financial institutions in “the City” established the Takeover Panel to supervise the conduct of takeover offers involving UK public companies. The Panel developed a series of rules concerning bids and these addressed unequal treatment, disclosure and misuse of confidential information (...). Even though the Panel had no statutory powers, its regulatory efforts were successful in large measure (...). Thus, to the extent that UK investors had concerns about mistreatment by bidders or insiders in the takeover context, self-regulation, not law, provided the response” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 33).

⁸⁶ “the Stock Exchange stipulated from the 1960s onwards that companies should signal clearly when shares were non-voting and should observe pre-emptive rights when issuing equity (...). Moreover, by the late 1970s, the Stock Exchange had amended its listing rules to require companies to obtain shareholder approval before carrying out major acquisitions and disposals of assets (...). The Stock Exchange had also developed safeguards to circumscribe share dealings by insiders and to regulate transactions between a company and a director or a substantial shareholder (...)” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 35).

⁸⁷ “UK’s financial and social environment may have been uniquely hospitable to the development of a suitable extralegal institutional structure. An important consideration was that “the City” was functioning as a leading financial centre as the 20th century began. This meant that when the country’s companies began to move towards the stock market, a financial network was already in place that had a well-established tradition of mobilizing funds for productive use. The presence of homogeneity, social exclusivity and shared values within “the City” was also noteworthy. In this milieu, problems that arose could be handled internally rather than by recourse to the courts or other external agencies. Finally, there was a well-established tradition of self-regulation in the UK, which meant that the approach the Stock Exchange took towards supervision of capital markets was not in any sense an exceptional outcast” (CHEFFINS, Brian R. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012, p. 35).

2.3.2 O papel das instituições financeiras

Referiu-se na introdução a este capítulo que as sociedades brasileiras durante muito tempo preferiram recorrer antes a bancos (privados ou estatais) que ao mercado de capitais quando necessitavam de recursos. No *UK* os indícios apontam em sentido contrário.

Supondo-se que os administradores de companhias agem racionalmente, espera-se que eles busquem financiamento onde ele estiver disponível ao menor custo⁸⁸. Se as sociedades britânicas pouco se valeram dos bancos deve ter sido porque não encontraram neles essas condições.

O mesmo aconteceu, por exemplo, nos EUA, em que restrições legais limitaram a capacidade dos bancos e outras instituições financeiras de fornecerem capital em larga escala⁸⁹. Mas no *UK* nunca houve limitações desse gênero, e no entanto nem os bancos nem outras instituições financeiras assumiram o protagonismo na capitalização de empreendimentos, fazendo com que as companhias se voltassem para o mercado de ações. Ao fazê-lo, não encontraram grandes investidores institucionais, e as ações acabaram nas mãos de uma miríade de pequenos poupadores.

⁸⁸ No caso do financiamento através da venda de ações, um dos custos a ser considerado pelo detentor do controle decorre do enfraquecimento ou perda desse controle e das limitações que lhe serão impostas em virtude disso.

⁸⁹ “From the middle of the 19th century onward, both state and federal laws restricted the growth and activities of the largest American financial institutions. U.S. commercial banks were prevented from branching nationally, and thus they lacked both the size and the information networks to fund big pieces of the capital required by the large American firms emerging at the end of the 19th century. Banks’ products and portfolios were also restricted—most important, banks were barred from the securities business and from owning stock. U.S. insurance companies were barred from buying stock for most of this [XX] century. Mutual funds, thanks to rules established in the 1930s and 1940s, cannot easily devote their portfolios solely to big blocks; and they face legal problems if they go into the board-room. And, finally, pension funds cannot take very big blocks without structural and legal problems; the big private pensions are under managerial control (not the other way around) and ERISA rules make it more comfortable for pension managers to avoid big blocks than to take them” (ROE, Mark J. The Political Roots of American Corporate Finance. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 9, n. 4, Winter 1997, pp. 8-22, p. 8-9).

Segundo Cheffins, isso ocorreu por mera prudência das instituições financeiras britânicas⁹⁰. Baker e Collins explicam que uma crise do *City of Glasgow Bank*, ocorrida em 1878, e outra do *Barings*, ocorrida em 1890, afetaram as políticas de investimento dos bancos britânicos de forma perene. Em busca de maior liquidez, nos períodos imediatamente posteriores a cada uma dessas crises as operações de desconto de recebíveis e empréstimos a particulares foram reduzidas, preferindo-se investimentos em títulos públicos e depósitos de liquidez imediata⁹¹. Esse efeito não foi revertido nos anos seguintes, mantendo-se até o fim do período pesquisado⁹².

Os mesmo autores, em outra pesquisa, apontam que o setor de seguros teve uma atitude igualmente conservadora, que nesse caso, no entanto, não é explicada por nenhuma ocorrência extraordinária, mas parece ter sido fruto da visão que os administradores de seguradoras tinham de seu negócio⁹³.

Sem qualquer intervenção legislativa, portanto, produziu-se o mesmo resultado obtido nos EUA. Observe-se que em nenhum dos dois casos a pulverização da propriedade acionária foi um efeito planejado, mas a consequência imprevista de políticas adotadas com outras finalidades (em regra, de cunho prudencial).

⁹⁰ “The key reason why UK banking institutions shied away from taking on responsibility for the operation and development of British companies was business policy. Contemporary bankers were deeply concerned about the need to maintain public confidence in their ability to pay cash on demand, which served to create a strong bias in favour of liquidity. Influenced by such conservatism, banks carrying out corporate lending required that there be provision for repayment on a prompt basis. Furthermore, owning shares in companies was dismissed as an option on grounds of poor marketability and high risk. Establishing a substantial degree of interdependence with industry was therefore generally not considered a legitimate function of deposit banks. Banks were not the only British financial institutions which could have become closely involved with the ownership and control of UK companies but opted not to because of financial conservatism. Insurance companies constitute another example. They are currently important investors in British equities, having owned since the early 1980s approximately 20 per cent of the market. Prior to World War II, however, insurance companies invested only a small fraction of their assets in UK equities. Legal restrictions did not dictate this outcome since insurers were free to buy shares for investment purposes if they saw fit to do so. Instead, as with banks, insurance companies were reluctant to proceed because they were guided by a strong sense of prudence and caution” (CHEFFINS, Brian R. *Putting Britain in the Roe Map: The Emergence of the Berle- Means Corporation in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=218655>. Acesso em 26 de abril de 2012, pp. 26-28).

⁹¹ BAKER, Mae e COLLINS, Michael. Financial Crises and Structural Change in English Commercial Bank Assets, 1860-1913. In: *Explorations in Economic History*, v. 36, n. 4, Oct. 1999, pp. 428-444, p. 436.

⁹² BAKER, Mae e COLLINS, Michael. Financial Crises and Structural Change in English Commercial Bank Assets, 1860-1913. In: *Explorations in Economic History*, v. 36, n. 4, Oct. 1999, pp. 428-444, p. 440.

⁹³ BAKER, Mae e COLLINS, Michael. The asset portfolio composition of British life insurance firms, 1900-1965. In: *Financial History Review*, v. 10, n. 2, Oct. 2003, pp. 137-164, pp. 144-145 *et passim*.

2.3.3 O fator político

Para Mark Roe, sistemas políticos de tendência social-democrata não proporcionam as condições necessárias para à dispersão da propriedade acionária⁹⁴.

Roe ilustra sua teoria com o caso imaginário de uma companhia alemã em que a família controladora deseja desinvestir⁹⁵. De acordo com a legislação teutônica metade das cadeiras do Conselho de Administração (*Aufsichtsrat*, literalmente *Conselho de Supervisão*) são ocupadas por representantes dos trabalhadores — a chamada co-determinação ou *Mitbestimmung*⁹⁶, que o autor considera um perfeito exemplo de política social-democrata.

Ao planejar o desinvestimento, essa família precisa fazer uma escolha: fragmentar a propriedade acionária ou vendê-la em bloco. Com a companhia sob seu controle, essa família vem ocupando as principais posições de gerência ou monitorando-as de perto — tanto formal quanto informalmente. Logo, os riscos de conflito entre acionistas e administração são baixos.

Caso a propriedade acionária seja pulverizada, porém, o monitoramento informal não será mais possível. Pequenos acionistas não podem ou querem passar muito tempo monitorando os administradores. Além disso, em geral não os selecionam e têm grande dificuldade para exonerá-los. Por isso, os acionistas precisarão fortalecer os mecanismos formais de controle ou vê-lo fragilizado, o que aumentaria os riscos de conflito. Em um mercado de capitais desenvolvido, esse aumento no risco seria precificado: ainda que a sociedade esteja avaliada em, por exemplo, € 100 milhões, os novos acionistas estarão dispostos a pagar por ela apenas € 90 milhões (hipoteticamente)⁹⁷.

Mas sob o regime da co-determinação, os acionistas terão dificuldade para fortalecer os mecanismos formais de controle: qualquer modificação que desejem implementar terá que atender aos interesses dos trabalhadores tanto quanto aos seus próprios. Isso significa que a

⁹⁴ “In social democracies — nations committed to private property but whose governments play a large role in the economy, emphasize distributional considerations, and favor employees over capital-owners when the two conflict — public policy emphasizes managers’ natural agenda and demeans shareholders’ natural agenda. The pressure on the firm for low-risk expansion is high, the pressure to avoid risky organizational change is substantial, and the tools that would induce managers to work in favor of invested capital — such as high incentive compensation, hostile takeovers, transparent accounting and acculturation to shareholder-wealth maximization norms — are weak. Life may well be better for more people, but the internal structure of public firms must necessarily be weaker for shareholders” (ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 541).

⁹⁵ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 547 e ss.

⁹⁶ BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND. *Mitbestimmungsgesetz vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153), das zuletzt durch Artikel 2 Absatz 133 des Gesetz vom 22. Dezember 2011 (BGBl. I. S. 3044) geändert worden ist*. Disponível em: <www.gesetze-im-internet.de>. Acesso em 11 de janeiro de 2013. V. especialmente §§ 6º e 7º.

⁹⁷ Ignorando-se que todas as demais condições, para não trazer desnecessária complexidade ao exemplo.

perda de valor para os acionistas não poderá ser evitada. Veja-se que isso não significa que a companhia perca valor — apenas que ela terá menos valor *para os acionistas*. A hipotética diferença de € 10 milhões será apropriada pelos trabalhadores.

Caso o controle seja vendido em bloco, contudo, não haverá essa perda de valor. O novo controlador poderá continuar ocupando os postos de gerência ou monitorando-os formal e informalmente. Ele estará disposto a pagar os € 100 milhões que a companhia vale. Essa, portanto, é a opção mais eficiente (do ponto de vista dos acionistas, frise-se).

Esse é evidentemente um caso extremo de influência social-democrata na administração das companhias. Mas na opinião do autor mesmo interferências mais sutis “that make it harder for managers to downsize when technology demands it, or harder for manager to take risks with enterprise when markets warrant it (from a shareholder perspective)”⁹⁸ já desfavoreceriam o surgimento do controle disperso. Roe aponta ainda diversas outras maneiras pelas quais entende que a social-democracia favorece o controle concentrado: contabilidade opaca (por medo de que se os trabalhadores tomarem conhecimento de que a empresa vai bem demandem maiores salários)⁹⁹; resistência em oferecer remunerações agressivas aos administradores (por receio de protestos dos trabalhadores)¹⁰⁰; dificuldade política em realizar aquisições hostis¹⁰¹; etc.

O autor valida sua teoria quantitativa e qualitativamente. Ele apresenta uma tabela em que relaciona o grau de dispersão acionária encontrado em certos países (com base nos dados de La Porta *et alii*) e seu alinhamento político (a partir de pesquisas realizadas por cientistas políticos), e conclui que há correlação entre as variáveis: países de orientação social-democrata apresentam maior concentração da propriedade acionária¹⁰². Ele também explora mais detalhadamente o perfil de alguns países, entre eles o *UK*.

Para Roe, o *UK* completou o processo de pulverização da propriedade acionária no final da década de 1970 e início da década de 1980 — durante o governo liberal de Margaret Thatcher, portanto. Ele reconhece que antes disso os grandes blocos de controle já haviam sido fragmentados, mas sustenta que havia ainda um intenso conflito de classes na sociedade

⁹⁸ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 552.

⁹⁹ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 555.

¹⁰⁰ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 556.

¹⁰¹ ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, pp. 558 e ss.

¹⁰² ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 562.

britânica, e consequentemente a desinteligência potencial entre controladores e administradores era elevada, o que levava as famílias proprietárias (*family owners*) a continuar exercendo seu controle. Apenas no governo da Dama de Ferro elas teriam deixado de exercer esse papel e a transição do controle familiar para o controle gerencial teria se completado¹⁰³.

O autor erra apenas ao afirmar que antes da Era Thatcher o *UK* não era um país liberal. A Grã-Bretanha há muito abriga uma das nações mais liberais do planeta¹⁰⁴, e sua caracterização como social-democrata na primeira metade do século XX só é cabível se se tiver como parâmetro o liberalismo radical do Partido Conservador na década de 1980 — uma comparação que parece padecer de anacronismo¹⁰⁵.

Roe está errado em caracterizar o governo britânico pré-Thatcher como social-democrata. Ele podia não ser tão liberal quanto aquele implementado pela Dama de Ferro, mas era

¹⁰³ “All the basic institutions for diffuse ownership save one, namely a non-social-democratic economic consensus, were in place in Britain from the nineteenth century onwards. Its economy was industrialised, its firms had a high demand for capital, and it was capable of building complex financial markets. But right after World War II, Britain’s large firm ownership structure was said to be closer to continental family ownership structures than to American structures, with family owners as players in many, or most, big firms. The Britain’s economic policy moved rightward during the ensuing decades; not only did Margaret Thatcher’s “revolution” overturn British socialism, but Tony Blair’s British Labor Party of the 1990s was less of a socialist party than was the party of his predecessors. In the 1980s Britain’s securities markets increased massively, much more than did such markets in the United States, which at that time had an equally conservative government, but one that did not break with American past as strongly as did the British government of the time. Yet, Britain by many measures had deeper securities markets and more public firms than much of the rest of the world earlier in the twentieth century, although families held on to blocks and managerial positions until quite late in the twentieth century. To explain this pattern, a synthesis of the minority-protection theory and the political theory works well. British institutions protected minority stockholders, so that family owners could sell much stock even in the early twentieth century without too severe a discount. Yet during that time, class conflict was deep, widespread and severe. The potential for high agency costs in the managerial firm was there and hence, the family owners had a reason to retain concentrated ownership. This hybrid theory seems to explain the British facts: a) a long history of firms going public, b) families retaining control in many public firms until after World War II (because minority stockholders were protected and because politics made concentration desirable for shareholders), and c) a fuller sell-off by the family owners in the late 1970s and in the 1980s (when Britain’s lurch to the economic right made diffuse ownership more stable)” (ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606, p. 575-576).

¹⁰⁴ “The two quotes which follow illustrate this. Peter Hall, an historian from Harvard, said the following in an article published in 1986:

“...Britain had one of the most unconstrained market economies in the world. She was the first European nation to develop a self-regulating market system, and her markets have been free from state intervention to a degree that has no continental parallel. From the repeal of the Corn Laws in 1846 to the tariff measures of 1930s, Britain remained the principal defender of free trade in the international system. Her governments stayed with this policy throughout the Great Depression of 1876-90 when most other countries enacted substantial trade barriers; and during the 1930s, when many countries employed public works programmes to secure reflation, Britain relied on the market system to revive the economy.”

In 1956, Otto Kahn-Freund, Britain’s pre-eminent academic labour lawyer of the time, characterised the nation’s system of industrial relations as follows:

“There is, perhaps, no major country in the world in which the law has played a less significant role in the shaping of [labour-management] relations than in Great Britain and in which today the law and the legal profession have less to do with labour relations” (CHEFFINS, Brian R. *Putting Britain in the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=218655>. Acesso em 26 de abril de 2012, p. 31).

¹⁰⁵ “Radical” aqui não encerra nenhum juízo de valor; quer-se apenas destacar a excepcionalidade do período quando comparado àqueles que o antecederam e sucederam, e mesmo àquele encontrado hoje no *UK*, novamente conservador após 13 anos de governo trabalhista.

bastante liberal para a época. Mas isso apenas reforça sua teoria, já que implica dizer que a dispersão da propriedade acionária não somente se consolidou em um contexto liberal, mas também se iniciou nesse contexto.

2.3.4 Complementaridade das teorias apresentadas

Apresentaram-se nessa seção e na anterior quatro teorias sobre a dispersão da propriedade acionária, cada uma delas centrada em um determinado elemento: (I) a teoria das famílias jurídicas de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny; (II) a teoria da auto-regulação, de Cheffins; (III) a teoria do sistema bancário reticente, suportada por Mae e Collins e, novamente, Cheffins; e (IV) a teoria política, de Roe.

Essas teorias não são mutuamente excludentes, mas complementares. É pouco provável que um processo de transformação da propriedade dos meios de produção tenha uma única causa. Sem dúvida muitos fatores concorreram para a pulverização da propriedade acionária, dentre os quais aqueles aqui discutidos talvez sejam os mais notórios.

Sendo assim, sem se descartar que outros elementos tenham participado desse processo, pode-se dizer que a demanda por capital do empresariado britânico (provavelmente intensa devido a um mercado altamente competitivo, por sua vez resultado de uma tradição liberal), não atendida pelas instituições financeiras, cujos negócios estavam voltados para outras direções, encontrou um campo fértil nas bolsas de valores, cuja tradição era já mais que centenária no princípio do século XX. Os investidores, por sua vez, confiantes em um sistema judicial sólido e nos regulamentos formais e informais instituídos pelas agentes do mercado financeiro — centrado na *City*, um dos distritos mais antigos de Londres — responderam ao chamamento seguros de que os administradores não se apropriariam indevidamente de seus recursos sem dificuldades. Com o fortalecimento dos interesses do capital no governo Thatcher as famílias dos fundadores das sociedades britânicas se sentiram confortáveis para abrir mão do controle que haviam retido, e a transição da propriedade acionária concentrada à dispersa se completou.

2.4 A evolução e configuração presente da propriedade acionária no Brasil

Na seção anterior analisou-se o processo de transição da propriedade acionária concentrada à propriedade acionária dispersa no *UK*. Esse processo não ocorreu no Brasil —

como se verá na subseção 2.3.5, pesquisas realizadas no final da década de 1990 e início do século XXI apontavam que o controle das companhias pátrias em regra centraliza-se em um acionista ou pequeno grupo de acionistas com interesses homogêneos e que detêm a propriedade de mais da metade das ações com direito de voto.

Neste seção expor-se-á a história do mercado de capitais brasileiro da segunda metade do século XIX ao tempo presente, explorando-se particularmente as circunstâncias que levaram as companhias nacionais a rejeitar a fragmentação da participação no capital e a optar por outras vias de financiamento. Ao final não apenas se apresentará a configuração atual da propriedade acionária no Brasil, como também examinar-se-ão as condições do mercado na primeira década do século XXI e as tendências para o futuro próximo. Como se verá, o momento é de transformação e a pulverização do capital tende a se tornar uma alternativa viável e cada vez mais adotada pelas sociedades nacionais.

2.4.1 O séc. XIX

A primeira sociedade por ações brasileira — em oposição a sociedades portuguesas com atividades na colônia — foi o Banco do Brasil, criado em 12 de outubro de 1808, mesmo ano da chegada da família real.

Criado para servir à realeza, esse primeiro Banco do Brasil¹⁰⁶ teve suas ações distribuídas publicamente, embora ainda não houvesse uma bolsa de valores no Brasil. Foi preciso cerca de um ano para que fossem subscritas 100 ações — a quantidade necessária para que o banco pudesse entrar em funcionamento, nos termos do alvará que o fundara¹⁰⁷.

Somente em 1849 a criação de companhias deixou de ser um privilégio do Estado. O Decreto n. 575 estabeleceu um novo regime para as sociedades anônimas, que passaram a necessitar apenas da aprovação do Governo para se constituírem¹⁰⁸. O Código Comercial, aprovado um ano depois, manteve esse sistema¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Mais tarde esse Banco do Brasil seria liquidado e na década de 1850 o Barão de Mauá fundaria uma nova instituição com o mesmo nome, esta sim a precursora remota da atual.

¹⁰⁷ LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 105.

¹⁰⁸ Art. 1º Nenhuma Sociedade anonyma poderá ser incorporada sem autorização do Governo, e sem que seja por elle approvedo o Contracto, que a constituir (BRASIL. *Decreto n. 575, de 10 de janeiro de 1849*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁰⁹ Art. 295 — As companhias ou sociedades anônimas, designadas pelo objeto ou empresa a que se destinam, sem firma social, e administradas por mandatários revogáveis, sócios ou não sócios, só podem estabelecer-se por tempo determinado, e com autorização do Governo, dependente da aprovação do Corpo Legislativo quando hajam de gozar de algum privilégio: e devem provar-se por escritura pública, ou pelos seus estatutos, e pelo ato do Poder que as houver autorizado (BRASIL. *Lei n. 556, de 25 de junho de 1850*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

O mercado de ações brasileiro era então praticamente inexistente: “Durante todo o ano de 1850, foram negociadas apenas 15 ações em 5 dias. Durante os 360 restantes a Bolsa [de Valores do Rio de Janeiro] se manteve fechada, escrevendo em seus livros que “não houve cotação”¹¹⁰.

Em 1857 uma reforma bancária conduzida pelo então Ministro da Fazenda Sousa Franco pôs fim ao monopólio de emissão de moeda de que gozava o Banco do Brasil, autorizando diversos outros bancos a praticar essa atividade. O objetivo era ampliar o crédito. No entanto, naquele mesmo ano uma crise de origem externa atingiu o país, abalando a incipiente economia local, o que viria a determinar o fim desse breve regime liberal.

Em 1860 foi publicada a chamada Lei dos Entraves, que restabeleceu o monopólio de emissão de notas e bilhetes ao portador do Banco do Brasil, restaurando o regime pré-1857 e fazendo secar as fontes de financiamento então existentes, o que resultou em uma série de falências¹¹¹, das quais a mais célebre foi a da Casa Souto, uma importante instituição financeira da época.

O art. 2º, § 24 dessa mesma lei limitava as transações com ações aos corretores matriculados, sob pena de nulidade¹¹²; o art. 9º do Decreto 2.733 de 1861, que regulou essa disposição, por sua vez, determinava local, hora e forma para a realização das transações¹¹³.

Com tamanha burocratização era impossível que o mercado de capitais adquirisse liquidez e capilaridade. A pena de nulidade para os negócios realizados fora desse sistema tra-

¹¹⁰ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 81.

¹¹¹ “Nenhum banco poderia emitir, enquanto não se mostrasse capaz de reembolsar os vales em ouro, o que implicava em declaração de falência. Apenas o Banco do Brasil e os seis bancos independentes tiveram essa autorização. Incapaz de eliminar a pluralidade de emissão, o governo procurou cerceá-la. Não é difícil imaginar o que ocorreu. As iniciativas de caráter empresarial se reduziram. As falências se sucediam como um castelo de cartas, e o governo justificava sua ação alegando que saíam do mercado aqueles que visavam a mera especulação sem base real, representantes do inescrúpulo” (LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 85).

¹¹² § 24. As transações e transferências de ações de Companhias e Sociedades Anonymas, e dos títulos da dívida pública, e de quaisquer outros que admittão cotação, só poderão ter lugar por intermedio dos respectivos corretores, sob pena de nullidade, além das que forem applicaveis a taes actos em virtude dos respectivos Regulamentos, salvo as disposições dos tratados em vigor (BRASIL. *Lei n. 1.083, de 22 de agosto de 1860*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹¹³ “Art. 9º Todas as transações de que trata o art. 1º deste Decreto serão realizadas sómente dentro das Praças de Commercio em lugar, ou em mesa separada, ou para esse fim exclusivamente destinada, e até meia hora antes da marcada, nos respectivos Regimentos para a reunião da tarde, em que os Corretores de todas as classes devem exhibir as competentes notas e quaesquer documentos, livros ou assentos que forem necessarios para se coordenarem as cotações do dia na fórmula do seu Regimento. Os que se reunirem em qualquer outro lugar, para o exercicio de taes funções, effectuarem semelhantes transações fóra do lugar ou mesa das Praças de Commercio para esse fim designado, antes ou além das horas marcadas, não exhibirem as notas para as cotações, ou occultarem transações que tenham feito, ou não derem as notas com a necessaria exactidão, além das penas em que incorrerem na fórmula da Legislação em vigor, lhes será imposta a multa de 100\$ até 1:000\$ rs, na fórmula do art. 7º da Lei nº 1.083 de 22 de Agosto do anno passado, por cada falta, ou transgressão deste preceito” (BRASIL. *Decreto n. 2.733, de 23 de janeiro de 1861*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

zia grande insegurança jurídica, fazendo-os depender integralmente da confiança entre as partes.

Menos de dez anos depois o referido art. 2º, § 24 da Lei dos Entraves foi revogado pelo Decreto 1.731, que restabeleceu o sistema do Código Comercial, em que a inscrição como corretor era facultativa¹¹⁴. Embora o Código estabelecesse que as intermediações feitas por não corretores deveriam ser feitas a título gratuito, o mercado não respeitava essa norma e os chamados *zangões* (corretores não inscritos) se proliferavam¹¹⁵.

Desde 1852 a Bolsa de Valores do Estado do Rio de Janeiro (Boverj) — fundada quatro anos antes — experimentava alguma movimentação com ações, mas esses papéis ainda despertavam a desconfiança dos investidores¹¹⁶. A Boverj estava preparada para receber títulos privados, e de fato já havia certa demanda por capitais reprimida¹¹⁷.

A lei das sociedades por ações de 1882 viabilizaria o atendimento dessa demanda através do mercado de capitais. Não só ela instituiu a livre constituição das companhias¹¹⁸, como permitiu que elas emitissem debêntures ao portador até o limite de seu capital social¹¹⁹. De início, porém, as debêntures eram pouco atrativas aos investidores, que ainda preferiam os títulos públicos¹²⁰.

Em 1888 a Lei Áurea aboliu a escravidão no Brasil. No mesmo ano foi aprovada uma nova lei bancária, que ampliou os direitos de emissão de bilhetes ao portador e à vista (que eram inclusive aceitos para pagamento de tributos, o que na prática os igualava a papel-moeda), aumentando a liquidez da economia¹²¹.

¹¹⁴ BRASIL. *Decreto n. 1.731, de 5 de outubro de 1869*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

¹¹⁵ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 101.

¹¹⁶ LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 54.

¹¹⁷ LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, pp. 96 e 106.

¹¹⁸ “Art. 1º As companhias ou sociedades anonymas, quer o seu objecto seja commercial quer civil, se podem estabelecer sem autorização do Governo” (BRASIL. *Lei 3.150, de 4 de novembro de 1882*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹¹⁹ Art. 32, BRASIL. *Lei 3.150, de 4 de novembro de 1882*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

¹²⁰ LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 117.

¹²¹ BRASIL. *Decreto n. 3.403, de 24 de novembro de 1888*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

O movimento da Boverj crescia desde 1877, e em 1886 esse crescimento se acelerou¹²². Em poucos anos essa agitação ganharia contornos frenéticos e levaria à primeira grande crise do mercado de capitais brasileiro.

Destaque-se que nessa época os bancos ainda não desempenhavam um papel significativo na economia brasileira. O próprio Banco do Brasil, criado pela família real em 1808, fora dissolvido 20 anos depois por decurso de prazo, sem que os acionistas tivessem interesse em prorrogá-lo. A já mencionada Lei dos Entraves, de 1860, provocara a falência de uma grande quantidade de instituições financeiras¹²³, facilitando a entrada de bancos estrangeiros, em especial ingleses, que no entanto se ocupavam sobretudo do mercado de câmbio, do comércio de exportação e dos empreendimentos de seus conterrâneos em solo pátrio, conferindo pouca atenção ao setor agropecuário, então o mais importante do Brasil¹²⁴. Nem mesmo o relaxamento das restrições impostas às instituições financeiras modificou esse quadro; veja-se um relato de 1890 que ilustra o quanto o sistema bancário era então desprestigiado:

era raro o uso de cheques, com hábito comum ali de reterem os indivíduos em seu poder largas quantias em vez de depositá-las em bancos. Os pequenos negociantes, os taverneiros, por exemplo, no Rio de Janeiro, apenas excepcionalmente depositam nos estabelecimentos. De ordinário preferem ter consigo seu dinheiro até a época dos pagamentos..., satisfazendo então os seus débitos com as somas acumuladas em casa no decurso de seis a nove meses. O mesmo sucede com as classes que vivem de salários... os agricultores e outros habitantes do interior amuam grandes somas para satisfazer às suas necessidades; e esse dinheiro leva meses, ou anos, para ir ter aos bancos. A receita das alfândegas, em vez de se depositar em bancos, e por eles transmitir-se ao Rio de Janeiro, acumula-se em somas importantes, expedidas periodicamente pelos paquetes para a capital¹²⁵.

Sem instituições financeiras capazes competir com o mercado de capitais, ele tinha o caminho livre para se desenvolver.

Por volta de 1888 ou 1889 – um pouco antes da declaração da república, portanto – iniciou-se uma grande onda especulativa, conhecida como *Encilhamento*. Ela ganhou seu nome em referência a uma área próxima à Boverj em que eram feitas as negociações informais pelos *zangões*, que por sua vez era assim chamada em referência à área dos hipódromos

¹²² LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 107.

¹²³ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 85.

¹²⁴ LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, pp. 81-82.

¹²⁵ THE ECONOMIST, 23.12.1890 *apud* FRANCO, Gustavo H. B. A primeira década republicana. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 11-30, p. 17. Pede-se vênua para reproduzir nessa folha e nas seguintes algumas passagens longas. A paráfrase não seria capaz de ilustrar com a mesma vivacidade os acontecimentos da época do Encilhamento do que textos que lhe são contemporâneos.

em que se encilham os cavalos e se trocam informações sobre o páreo¹²⁶. Em maio de 1891, apesar das tentativas do governo para contê-la, a bolha do Encilhamento já havia explodido, como deixa claro o fictício *Diário de um Zangão*, publicado na época por um jornal e reproduzido por Maria Bárbara Levy:

Maio de 1891. – Como são passageiras e rápidas as ilusões de felicidade na vida! Do alto da minha fortuna, como uma pedra que se desprende da montanha e que por uma força irresistível rola à terra, rodei eu até ser um simples fiscal de ‘bonds’ da companhia de Botafogo (...).
Nunca previ este ‘*Krach*’, esse desmoronamento de companhias. Julgava eterna a febre da especulação e como a cigarra da fábula – cantava sómente nos dias da prosperidade, sem nada guardar para os tempos de infortúnio¹²⁷.

Alguns dados e anedotas nos dão uma ideia do que se sucedeu nestes poucos anos de negociação intensa.

O lançamento das ações do Banco Construtor do Brasil¹²⁸ é um episódio exemplar:

Na *História do Café no Brasil*, o historiador Afonso d’Escragolle Taunay, filho do Visconde, transcreve matéria do Jornal do Comércio, de setembro de 1889, narrando a volúpia com que os subscritores acorreram ao lançamento de ações do Banco Construtor do Brasil, em pleno Encilhamento. A subscrição foi efetuada na sede do Banco de Crédito Real do Brasil (...)¹²⁹:

“...apesar de terem invadido os pretendentes todos os compartimentos do edifício, tal a aglomeração de gente, tal o aperto, que várias pessoas tiveram síncope, sendo algumas dali retiradas a braços.
A sofreguidão era tamanha, que os que estavam na área e nas escadas, desanimados de chegar à sala de inscrição de ações, atiravam dali mesmo, dentro de sobrecartas, as quantias correspondentes aos títulos que desejavam obter. Durante algum tempo ficara completamente paralisado o movimento daquela enorme mó de gente. Ninguém podia entrar nem sair do edifício...”

Dois dias depois, na colunas “A pedidos” do mesmo jornal, publicou-se uma nota cujo teor é significativo dos acontecimentos:

“Banco do Crédito Real do Brasil
O abaixo assinado, sinceramente agradece à ilustre diretoria e mais empregados os cuidados que lhe prestaram na ocasião em que foi acometido de uma síncope no mesmo banco. Ass — José Cândido Gomes”¹³⁰.

Vê-se a histeria coletiva que se vivia.

¹²⁶ CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, pp. 24 e ss.

¹²⁷ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 107.

¹²⁸ Note-se que “banco” não era na época necessariamente uma instituição financeira. O “banco” em questão, por exemplo, era uma simples construtora.

¹²⁹ O Visconde de Taunay escreveu um romance intitulado *O Encilhamento*, em que satirizou o fenômeno.

¹³⁰ CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, p. 60.

Emissões de altíssimo vulto, como a do Banco dos Estados Unidos do Brasil, no valor de 200.000 contos de réis, equivalentes a 20 milhões de libras esterlinas à época¹³¹, eram totalmente subscritas em menos de 24h¹³².

Não surpreende que o capital das sociedades fosse pulverizado com tamanha participação popular. Veja-se o seguinte caso:

Trata-se da criação da Empresa de Terras e Colonização, um dos empreendimentos agrícolas do Encilhamento. O incorporador foi Sebastião Pinho [...] O capital foi todo subscrito em horas. A lista dos acionistas publicada em 31 de agosto de 1890 impressiona pelos números. Foram 750 pessoas físicas e jurídicas a subscrever 50.000 ações oferecidas. As mais expressivas personagens do mercado participaram do lançamento. O maior foi o próprio Sebastião Pinho, com 677 ações, ou 1,35% do capital. A seguir vinham uns poucos com 500. A grande maioria dos acionistas possuía entre 50 e 100 ações. A média foi de 66 ações por subscritor, o equivalente a 0,13% da Companhia¹³³.

Pela lei 3.150 de 1882, as ações só poderiam ser negociadas depois de realizado 20% de seu valor¹³⁴; pelo Decreto 164 de 1890, depois de realizado 10% do capital¹³⁵; e pelo Decreto 434 de 1891, depois de 40% de integralização¹³⁶. No entanto os especuladores se valiam de procurações em causa própria para negociar ações cuja integralização não tivesse alcançado o mínimo legal¹³⁷.

Integralizada ou não essa parcela mínima de capital — que era até modesta —, o restante o seria de forma parcelada. O mercado estava superaquecido, e essa prática determinaria sua ruína. Como explica Ney Carvalho, a integralização parcelada exigia que a cotação das ações jamais caísse abaixo do preço de subscrição; caso contrário, os acionistas suportariam

¹³¹ Segundo calculadora encontrada no *website* do *Bank of England*, £ 20 milhões em 1890 correspondem a impressionantes £ 2,1 bilhões em 2011.

¹³² CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, p. 145.

¹³³ CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, p. 86.

¹³⁴ Art. 7º, § 2º. As ações só poderão negociar-se depois de realizado o quinto do seu valor. (BRASIL. *Lei 3.150, de 4 de novembro de 1882*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹³⁵ BRASIL. *Decreto n. 164, de 17 de janeiro de 1890*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

¹³⁶ Art. 25. As ações de companhias, que não teem garantia publica de juros, não podem ser validamente negociadas sinão depois de constituída definitivamente a sociedade, e de realizados 40% do capital subscrito (BRASIL. *Decreto n. 434, de 4 de julho de 1891*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013). As ações das companhias com garantia pública de juros podiam ser negociadas com 20% do capital integralizado (Artigos 25 e 26).

¹³⁷ CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, pp. 94-95.

um prejuízo a cada pagamento¹³⁸. É evidente que essa exigência permanente de ágio não poderia se sustentar para sempre.

Mas seria injusto atribuir exclusivamente a essa insustentável prática a responsabilidade pelo episódio do Encilhamento. Diversos empreendimentos (em especial as companhias coloniais) gozavam de incentivos e privilégios conferidos pelo poder público, que assim contribuía para a o agravamento das especulações imprudentes¹³⁹. Também era comum à época o lançamento de ações de companhias em estágio pré-operacional, algumas das quais com objetos sociais pitorescos, como produção de vassouras ou calçados de madeira¹⁴⁰. O sucesso de seus papéis era garantido pelo superaquecimento do mercado de capitais, mas muitas delas não repetiriam esse sucesso na *economia real*. Por fim, é plausível admitir que tenham havido casos de fraude, possivelmente em um volume superior ao habitual, dado que as condições facilitavam sua perpetração¹⁴¹.

Porém, como ocorre em todas as manias especulativas, os investidores eventualmente perceberam a *bolha* que havia se formado. O mercado de ações sofreu uma abrupta queda, causando graves prejuízos a milhares de pessoas que haviam investido suas economias em ações — o que eternizou o Encilhamento no imaginário popular como um golpe armado por espertalhões às custas do povo.

Com o fim da especulação desenfreada veio a reação legal. Basta observar dois fatos recentes para perceber o quão comum é esse tipo de resposta. Após o episódio Enron, em 2001, foi editado em 2002 nos EUA o *Sarbanes-Oxley Act*; após a crise do *subprime* em 2008, o *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, em 2010.

¹³⁸ “Ninguém subscreveria por 200 mil réis uma ação que estivesse por 180 na Bolsa. E como as parcelas subsequentes à entrada inicial, de 10%, iriam ser efetivadas em prazos longos, era indispensável que a cotação se mantivesse, sempre, acima do valor par: 200 mil réis. Caso contrário, se os papéis caíssem a 180, no momento de uma nova chamada de 10%, equivalente a 20 mil réis, o subscritor estaria tendo o prejuízo de 2 mil réis por pagamento que efetuasse. O ágio era uma exigência compulsória e perversa do sistema em vigor” (CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, pp. 94-95).

¹³⁹ “As empresas se formavam livremente, mas podiam solicitar e obter dos diversos níveis de governo determinadas concessões e incentivos fiscais que, diga-se de passagem, não constituíam nenhuma novidade republicada. O Império as havia distribuído com a parcimônia adequada ao ritmo quase sonolento de suas iniciativas. Entretanto, o primeiro governo republicano, sob o comando de Deodoro da Fonseca e a batuta de Ruy Barbosa, transformou-se numa verdadeira agência de fomento, distribuindo benefícios a torto e a direito” (CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, pp. 156-157).

¹⁴⁰ CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, p. 160.

¹⁴¹ “As falcatrúas, burlas e logros deviam estar dentro dos padrões de torpeza existentes em qualquer agrupamento humano, talvez agravados pela convivência com uma intensa bolha especulativa, que necessariamente gera oportunidades para tais desvios” (CARVALHO, Ney. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004, p. 167).

A reação ao Encilhamento veio através do Decreto n. 1.359, de 1893, que retomou o regime do Decreto n. 2.733, de 1861, novamente limitando a intermediação de negociações com valores mobiliários a corretores oficialmente designados. Baixado pelo presidente Floriano Peixoto, esse decreto teve suas disposições essenciais confirmadas pelo Congresso através do Decreto n. 354, de 1895¹⁴².

O mercado de ações brasileiro entrou então em um longo declínio, e só voltaria a crescer na década de 1970 — o que infelizmente resultou em uma nova crise.

2.4.2 Do fim do Encilhamento à Década de 1930

Entre o fim do Encilhamento e 1910 as negociações com ações na Boverj, em uma comparação ano a ano, foram sempre inferiores às negociações com cambiais e títulos públicos¹⁴³.

Mesmo com o mercado de ações arrefecido, as companhias brasileiras mantiveram um perfil de moderada concentração do capital. Conforme apontam dados fornecidos por Aldo Musacchio, até 1910 os três maiores acionistas das companhias brasileiras detinham, na média, 53% do capital social¹⁴⁴. No mesmo período, os maiores acionistas das companhias britânicas detinham entre 52,9% e 64,4% do capital¹⁴⁵.

Os bancos relutavam em fornecer crédito às empresas brasileiras. Aldo Musacchio relata uma pesquisa que constatou que o crédito bancário não desempenhou papel significativo no financiamento da compra de equipamentos pela Companhia Brahma no início do século XX. A maior parte do financiamento de longo prazo obtido pela companhia o foi na forma de debêntures e venda de pequenos lotes de ações a bancos. A prioridade das instituições finan-

¹⁴² “Art. 2º Os corretores de fundos publicos, na Capital Federal, serão nomeados pelo Presidente da Republica, por decreto expedido pelo Ministro da Fazenda.

Art. 3º Sómente por intermedio dos corretores de fundos publicos se poderão realizar:

- a) a compra e venda e a transferencia de quaesquer fundos publicos, nacionaes ou estrangeiros;
- b) a negociação de letras de cambio e de emprestimos por meio de obrigações;
- c) a de titulos susceptiveis de cotação na Bolsa, de accordo com o boletim da Camara Syndical;
- d) a compra e venda de metaes preciosos amoedados e em barra.

§ 1º Serão nullas, de pleno direito, as negociações dos titulos de que trata este artigo, quando realizadas por intermediarios extranhos á corporação dos corretores.

§ 2º A disposição do § 1º deste artigo não comprehende as negociações realizadas fóra da Bolsa e directamente entre o comprador e o vendedor, as quaes todavia deverão ser communicadas á Camara Syndical” (BRASIL. *Decreto n. 354, de 16 de dezembro de 1895*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁴³ Exceto em 1896, quando as ações superaram as cambiais por uma pequena margem. V. LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, pp. 280-281.

¹⁴⁴ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 125.

¹⁴⁵ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 125.

ceiras seguiam sendo os títulos públicos, as operações de câmbio e o financiamento do comércio exterior¹⁴⁶.

Dados apresentados por Musacchio revelam que as captações em empréstimos bancários (letras descontadas, empréstimos em conta corrente, letras a receber e hipotecas) representavam entre 1906 e 1910, na média, 13,6% do PIB brasileiro. No mesmo período as captações através de ações representavam 17,8%, e aquelas através de debêntures, 10,9%. O caso da Companhia Brahma indica que uma parcela dessas ações e debêntures deve ter sido absorvida pelos bancos. Se isso é verdade e também é verdade que as instituições financeiras resistiam em financiar as atividades empresariais, conclui-se que o capital disponível no país no início do século XX era escasso e a regra era o autofinanciamento (a partir das receitas da própria sociedade) e as chamadas de capital. Os baixos índices de captação corroboram essa leitura.

Os corretores de fundos públicos (instituídos pelo Decreto n. 354 de 1895) tinham monopólio não só sobre as negociações de ações e debêntures, mas também sobre as letras de câmbio, que eram o principal instrumento de câmbio do período, e acabaram se tornando também seu principal negócio.

No período da Primeira República (1889 a 1930) os principais produtos brasileiros eram o café e a borracha (esta até os primeiros anos da década de 1910, quando mudas de seringueira levadas pelos britânicos para a Ásia começaram a produzir, extinguindo o monopólio brasileiro). A produção de ambos era primordialmente voltada ao mercado externo.

Por outro lado, as importações cresciam ano a ano (ressalvado o período da Primeira Guerra Mundial)¹⁴⁷, um reflexo da fragilidade e pouca diversidade da produção pátria¹⁴⁸.

Sob essas condições, é natural que o mercado de câmbio fosse bastante ativo e atraísse especuladores. O monopólio dos corretores sobre operações com letras de câmbio deixou-os

¹⁴⁶ “Teresa Cristina de Novaes Marques found in the archives of the Cervejaria Brahma (the second largest brewery in Brazil) no evidence that bank credit played a significant role in financial purchases of machinery. The German Brasilianische Bank für Deutschland refused even to lend on collateral to finance new machinery purchases for the company. Marques found that most of the long-term financing Brahma received from the bank was through corporate bond purchases or the bank’s purchases of small lots of shares. The bank, she explains, “maintained as priority its participation in the exchange market, extending loans to the government, and financing the export of commodities” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 64).

¹⁴⁷ Vide tabelas no Anexo Estatístico de ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

¹⁴⁸ FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 31-72, *passim*.

numa posição bastante confortável¹⁴⁹. No entanto, em virtude de certa tolerância das autoridades públicas, eles já enfrentavam a concorrência dos bancos, que se utilizavam de artifícios para driblar o monopólio dos corretores e tomar uma parcela desse lucrativo mercado — uma das *prioridades* do *Brasilianische Bank für Deutschland*, como destacado logo acima¹⁵⁰.

Os títulos da dívida pública já começavam a inundar o mercado. Entre 1911 e 1914, representaram 56,4% das negociações da Boverj, chegando a 81,4% no último ano desse período¹⁵¹.

Esses números representam não só o avanço dos títulos públicos, mas também a retração das ações. Em 1910 as captações em financiamento bancário ultrapassaram as captações em ações, situação que se manteve até 1914¹⁵².

A Primeira Guerra Mundial limitou as importações brasileiras e, se permitiu a diversificação das exportações, não resultou em crescimento de seu valor ou aumento de produtividade¹⁵³. Após a Guerra o país experimentou um curto período de euforia econômica, para logo entrar em uma crise¹⁵⁴. As captações de recursos — tanto através de financiamento bancário, quanto através de ações e debêntures — entraram em declínio, disposição que se manteve até pelo menos a década de 1930¹⁵⁵.

O capital das sociedades brasileiras seguia uma tendência de concentração. Entre 1910 e 1920, os três maiores acionistas das companhias brasileiras detinham em média 59% do ca-

¹⁴⁹ “os corretores passaram a viver das taxas de corretagem das transações cambiais necessárias e obrigatórias. Essa atividade era suficientemente rentável e não exigia qualquer inversão maior: negócios certos, clientela conhecida, escritório com livros em ordem. O mercado de títulos foi se tornando insignificante e o pregão era mais um ponto de encontro da corporação onde circulavam notícias e informações, que um local onde negociavam-se títulos” (LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 366). O texto se refere ao período entre 1910 e 1930, mas o gráfico da p. 281 deixa claro que mesmo antes de 1910 as cambiais já correspondiam à parcela mais importante do mercado.

¹⁵⁰ Vide nota de rodapé n. 146.

¹⁵¹ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 375.

¹⁵² MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 64.

¹⁵³ FRITSCH, Wilson. Apogeu e crise na Primeira República: 1900—1930. In: ABREU, Marcelo Paiva. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica, 1889—1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 31-72, p. 43.

¹⁵⁴ FRITSCH, Wilson. Apogeu e crise na Primeira República: 1900—1930. In: ABREU, Marcelo Paiva. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica, 1889—1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 31-72, p. 46.

¹⁵⁵ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 125.

pital (contra 53% na primeira década do século XX) e controlavam 52% dos votos¹⁵⁶⁻¹⁵⁷. Tal evolução é condizente com um cenário de baixa disponibilidade de capital — na falta de recursos de terceiros, resta aos acionistas apenas reforçar suas posições.

A década de 1920 seria bastante turbulenta para a economia brasileira. O governo passaria toda a década tentando equilibrar suas contas e controlar o câmbio, tanto com vistas a controlar o fluxo de exportações (principalmente do café) e importações quanto à obtenção de uma taxa que lhe permitisse honrar suas obrigações em moeda estrangeira¹⁵⁸. Períodos de prosperidade e recessão se alternariam rapidamente¹⁵⁹.

As captações das empresas brasileiras caíram muito no período. Na primeira metade da década as captações bancárias representaram em média 10,3% do PIB; as em ações, 9,9%; e as em ações e debêntures (somadas), 14,8% — números bem mais modestos do que os da década anterior. Mas a segunda metade seria ainda mais dramática: as captações bancárias representaram apenas 4,7% do PIB; as em ações, 7,3%; e as em ações e debêntures (somadas), 9,4%.

O mercado de capitais foi dominado pelos títulos de dívida pública. Em 1920 eles representavam 80,3% do volume negociado na Boverj, e em 1930 eles chegaram à impressionante participação de 91,0%¹⁶⁰.

Musacchio atribui o desinteresse tanto das companhias quanto dos investidores pelas ações e debêntures à queda de sua rentabilidade em virtude da elevada inflação no período da Primeira Guerra Mundial e na primeira metade da década de 1920¹⁶¹.

Um caso narrado por Maria Bárbara Levy ilustra o perfil das companhias brasileiras nas primeiras décadas do século XX. Trata-se da Companhia América Fabril. Originalmente

¹⁵⁶ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 125.

¹⁵⁷ Essa curiosa diferença se deve ao uso de dispositivos limitativos do poder de voto nos estatutos (limite de votos por acionistas e voto escalonado). Em 1909, encontrava-se no estatuto de 26% das companhias brasileiras uma disposição limitando o número máximo de voto por acionistas (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 100). Vide ainda, na mesma obra, pp. 107 e ss.

¹⁵⁸ FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 50-62.

¹⁵⁹ FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 50-62.

¹⁶⁰ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 375.

¹⁶¹ “because nominal yields do not vary much, the disruption in financial returns during World War I and a resulting decline in yields should be attribute to inflation. The two big drops in real stock and bond yields occurred in the early 1920s and during the 1930s, both periods of rapid inflation” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 225).

seus principais sócios eram Manuel Vicente Lisboa e Alfredo Coelho da Rocha. Em 1896 Domingos Alves Bebiano, amigo de Lisboa, foi convidado a assumir a administração da sociedade e admitido como sócio. Nos primeiros anos do século XX uma outra sociedade da qual Bebiano era também gerente (e que também se dedicava ao ramo têxtil) foi comprada pela Companhia América Fabril, que admitiu então novos sócios — Antônio Ribeiro Seabra e Antônio Mendes Campos.

Nos anos seguintes admitiram-se alguns novos acionistas — um engenheiro inglês, empregados e acionistas de outra sociedade incorporada, mas principalmente familiares dos antigos sócios¹⁶². A companhia utilizou-se de financiamento bancário e tinha ações negociadas em bolsa (com modesta negociação), mas também realizou vultuosos aumentos de capitais utilizando-se de reservas¹⁶³.

Como destaca Maria Bárbara Levy, “havia um pequeno grupo de famílias, embora numericamente extenso, solidamente integrado através de vínculos econômicos e de parentesco com raízes na região”¹⁶⁴. A distinção entre a esfera familiar e a esfera empresarial era tênue, permeando até mesmo a relação com os empregados¹⁶⁵. De fato a Companhia América Fabril não representa apenas as companhias brasileiras do início do século XX, mas de todo o século, como se verá nas subseções seguintes.

2.4.3 Da década de 1930 a 1964

A crise financeira de 1929 tornou inviável a manutenção de uma ordem econômica essencialmente voltada para o exterior¹⁶⁶, e a posse de Getúlio Vargas como Presidente da República em 1930 removeu a elite cafeeira paulista do centro do poder político.

Se a conjuntura econômica mudou, o mercado de capitais continuou estagnado. Durante todo o governo Vargas as ações representaram na média apenas 11,46% do volume ne-

¹⁶² LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 215.

¹⁶³ LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, pp. 215 e 218-222.

¹⁶⁴ LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 223.

¹⁶⁵ LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 224.

¹⁶⁶ “O dramático desequilíbrio externo sofrido pela Brasil a partir do fim dos anos 20 em decorrência do colapso dos mercados internacionais de capital, da bruta contração do comércio mundial e dos problemas criados pela crise de superprodução de café, alterou completamente as condições de viabilidade da forma de inserção internacional da economia brasileira consolidada na Primeira República” (FRITSCH, Winston. *Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930*. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, p. 71).

gocido na Boverj. A partir de 1941 o mercado de ações começou a se revigorar, e depois de uma década representando menos de 10% do volume da Bolsa passou a representar 12,2% e atingiu a cifra de 24,4% em 1945, com um pico de 29,2% em 1943. Entretanto, é preciso cautela ao interpretar esse crescimento, como se verá.

A rentabilidade das ações caiu durante a década de 1930, provavelmente em virtude da inflação do período. A menor rentabilidade dos valores mobiliários tornou o recurso ao mercado de capitais desinteressante, tanto para poupadores quanto tomadores, e provocou uma guinada ao crédito bancário, com o estado (através de bancos estatais) como principal empregador¹⁶⁷.

As décadas de 1930 e 1940 marcariam apenas o início desse processo.

Em 1932 o Decreto 21.536 introduziu as ações preferenciais no Brasil, cuja disciplina original se assemelha bastante à atual, com uma diferença significativa: não havia limitação à proporção entre ações ordinárias e preferenciais¹⁶⁸. No entanto as companhias brasileiras não se aproveitaram do novo instrumento, e “only a handful of companies issued preferred shares during the 1930s, and these accounted for less than 4% of the total trading between 1926 and 1942”¹⁶⁹.

No ano seguinte foi baixado o Decreto n. 22.626, mais conhecido como “Lei da Usura”. Esse decreto limitou os juros praticados no Brasil “ao dobro da taxa legal”. Como a correção monetária não era ainda admitida e a inflação do período (principalmente de 1940 em diante) não era desprezível¹⁷⁰, dificultou-se a emissão de títulos de dívida atrativos e a realização de empréstimos bancários que remunerassem adequadamente as instituições financeiras. Segundo Musacchio, para compensar as limitações os bancos reduziram a remuneração dos depósitos recebidos, passaram a cobrar juros próximos do limite estabelecido na lei e, quando isso não era suficiente, a cobrar também taxas e a forçar os prestatários a manter parte dos valores emprestados em depósito¹⁷¹.

¹⁶⁷ “negative real returns for (and few new issues of) bonds and equity disposed incumbent industrialists, labor organizations, the government, and even stockbrokers to forsake continuation of the original system of corporate governance and finance for a new system based on bank credit with the government providing the bulk of funding” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 218).

¹⁶⁸ BRASIL. *Decreto n. 21.536, de 15 de junho de 1932*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

¹⁶⁹ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 233.

¹⁷⁰ Anexo estatística, ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1889-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

¹⁷¹ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 238.

Em 1940 a disciplina das sociedades anônimas foi modificada pelo Decreto-Lei n. 2.627, da autoria de Trajano de Miranda Valverde. Embora hoje se considere que esse estatuto não foi particularmente favorável às companhias abertas, ele trouxe alguns avanços significativos quando comparada à Lei 3.150 de 1882 e ao Decreto n. 434 de 1891, que o antecederam.

As companhias passaram a ser obrigadas a publicar não só o balanço e o parecer do Conselho Fiscal, mas também um relatório da Diretoria e a conta de lucros e perdas, além das lista dos acionistas que não integralizaram as ações e o seu número¹⁷². Também proibiram-se os administradores de participarem dos lucros sem que fossem distribuídos aos acionistas divididos de no mínimo 6%¹⁷³; garantiu-se aos acionistas dissidentes representantes de 20% ou mais do capital o direito de eleger um conselheiro fiscal¹⁷⁴; fez-se do Conselho Fiscal um órgão permanente e submetido aos mesmos deveres dos diretores¹⁷⁵; tornou-se obrigatória a constituição de uma reserva legal de 20% e limitou-se o valor das reservas estatutárias ao valor do capital social¹⁷⁶; e fez-se com o que o prospecto deixasse de ser uma documento meramente formal, exigindo que nele constasse uma “exposição clara e precisa das bases da sociedade e dos motivos ou razões que têm os fundadores para esperar êxito do empreendimento”¹⁷⁷.

As ações preferenciais foram mantidas, mas limitadas à metade do capital¹⁷⁸.

Naquele mesmo ano foram lançadas as ações da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), um evento marcante para o mercado de capitais brasileiro. Segundo Marcelo de Paiva Abreu, a CSN foi constituída como empresa estatal devido à absoluta impossibilidade de se contar com investimentos privados estrangeiros¹⁷⁹. É bastante provável que o fato dos países

¹⁷² Art. 99 (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷³ Art. 134 (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁴ Art. 125 (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁵ Artigos 127 e 128 (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁶ Art. 130, § 2º (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁷ Art. 40, III (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁸ Art. 9º, Parágrafo Único (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

¹⁷⁹ ABREU, Marcelo de Paiva. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária. In: _____. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 73-104, p. 98.

desenvolvidos estarem às voltas com a Segunda Guerra Mundial¹⁸⁰ tenha contribuído para esse desinteresse.

As ações da CSN foram intensamente promovidas pelo governo, inclusive através do rádio, principal meio de comunicação à época. O Tesouro Nacional chegou a financiar a compra dos papéis por particulares. O esforço não foi excepcionalmente bem sucedido — apenas 83 mil contos de réis foram subscritos por particulares, contra 167 mil subscrito pelo Tesouro Nacional¹⁸¹.

Como o caso da CSN ilustra, embora os números e fatos apontem para um mercado de ações mais robusto a partir da década de 1940, as participações continuavam despertando pouco interesse: o mercado de títulos públicos era muito maior, e ainda existia o mercado de câmbio (embora o volume das exportações e importações houvesse diminuído se comparado aos últimos anos da República Velha, voltando a crescer apenas após o fim da Segunda Guerra¹⁸²). Na opinião de um operador do mercado de capitais à época, o sistema financeiro brasileiro era “primitivo” e o mercado de capitais estava no “nível do ABC”¹⁸³. Alfredo Lamy Filho, que lecionava direito comercial, afirma que o mercado era então “realmente incipiente”¹⁸⁴.

Na segunda metade da década de 1940 as ações ultrapassaram os títulos públicos em volume de negociações na Boverj, posição em que se mantiveram durante toda a década de

¹⁸⁰ Embora os EUA só viessem a entrar formalmente na guerra no ano seguinte.

¹⁸¹ “No programa “A Hora do Brasil”, o futuro presidente da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN), Guilherme Guinle, chamaria o público a participar do empreendimento: “Cumpra o governo a sua alta missão e oferece agora a todos os brasileiros a oportunidade de concorrer para o engrandecimento do Brasil, com o apoio que darão à nova empresa que se funda”.

As ações, oferecidas em agências bancárias, despertaram o interesse do público em todo o país. O Tesouro Nacional chegou a financiar os investidores, mediante uma primeira prestação de 20%. O lançamento, entretanto, não foi tão bem-sucedido, porque um jornal questionou as bases legais da operação, que seria contrária à Lei das Sociedades Anônimas em vigor por oferecer ações sob a forma de venda, e não de subscrição. Guinle argumentou que a CSN não estava operando por conta própria, mas sim por conta do Tesouro Nacional.

Ao final da operação foi possível reunir apenas 83 mil contos de subscrições do setor privado, apesar de bancos e grandes empresas teriam sido chamados a participar. O Tesouro Nacional ficou com as ações ordinárias restantes, no valor de 167 mil contos” (BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 5).

¹⁸² Vide tabelas no Anexo Estatístico de ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

¹⁸³ BARROS, Benedicto Ferri de. Entusiasta, professor e papa. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 78-81, p. 78.

¹⁸⁴ LAMY FILHO, Alfredo. Altas doses de trabalho e paixão. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 6-10, p. 8.

1950¹⁸⁵. Isso se deve tanto ao crescimento do mercado de ações quanto ao declínio do mercado de títulos públicos.

As obrigações de guerra, lançadas para fazer frente aos gastos extraordinários incorridos para a participação do Brasil na Segunda Guerra Mundial, eram de subscrição compulsória e reduziram o apetite dos investidores por títulos públicos: os brasileiros eram obrigados a pagar 100 cruzeiros por um título que poderia ser adquirido a 70 na Bolsa¹⁸⁶.

Entre 1947 e 1959 o volume de ações negociadas na Boverj cresceu pouco mais de 8 vezes, enquanto o de títulos públicos, 1,7 vezes. Entre 1910 e 1930, no período áureo dos títulos públicos, o volume de ações caíra pela metade, enquanto o de títulos públicos crescera pouco mais de 6 vezes¹⁸⁷. Maria Bárbara Levy atribui essa inversão não apenas ao declínio dos títulos públicos, mas também à formação das sociedades de economia mista¹⁸⁸⁻¹⁸⁹. O crescimento do mercado de ações, portanto, não implica qualquer desconcentração do capital; pelo contrário: tem como contrapartida o aumento da participação estatal na economia, o que, segundo Roe, teria o efeito oposto¹⁹⁰.

Até 1950 o controle cambial exercido pelo governo prejudicava o mercado de câmbio¹⁹¹. A partir daí ele iniciou uma trajetória de crescimento, e a partir de 1953 se tornou completamente dominante, eclipsando os mercados de títulos e participações. Nesse ano a Superintendência da Moeda e do Crédito — SUMOC, antecessora do Banco Central do Brasil (BaCen), editou a Resolução n. 70, que criou os leilões de Promessas de Venda de Câmbio

¹⁸⁵ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, pp. 557-558.

¹⁸⁶ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977 p. 516.

¹⁸⁷ Vide tabelas nas pp. 375 e pp. 557-558 de LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

¹⁸⁸ LEVY, Maria Bárbara. *A indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994, p. 263.

¹⁸⁹ Além da CSN, nas décadas de 1940 e 1950 foram criadas também a Companhia Vale do Rio Doce e Petrobrás, além de diversas companhias terem sido estatizadas: “By 1950, the federal government directly controlled most of the country’s railways, as well as the shipping line Lloyd and many other companies (e.g., ports, newspapers, manufacturing companies, and so forth). Moreover, the government had during World War II expropriated all German chartered companies operating in Brazil” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 250).

¹⁹⁰ Vide subseção 2.2.3, acima.

¹⁹¹ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, pp. 514-515.

(PVC), títulos vendidos em bolsa que conferiam ao adquirente o direito de obter do Banco do Brasil a autorização necessária para o fechamento de contratos de câmbio para importação¹⁹².

Os leilões de PVC duraram até 1960. Para que se tenha uma noção de sua importância, basta dizer que na Bovespa “duravam o dia todo e só eram interrompidos, por uma hora, para o pregão diário de títulos”¹⁹³. Nas palavras de quem viveu o período, “O mercado de ações eram muito pequeno, havia poucas companhias listadas. Por isso, o forte das corretoras eram o câmbio e os títulos do governo”¹⁹⁴. O crescimento do mercado de ações no período, referido nos parágrafos anteriores, deve ser visto com cautela diante dessas informações. Embora a taxa de crescimento tenha sido alta, em números absolutos as negociações com ações ainda eram um negócio muito modesto.

Em 1952 foi fundado o BNDES (então ainda *BNDE*, sem o “S”). Sua fundação marca um ponto de inflexão na história do capitalismo brasileiro.

A Lei da Usura havia inviabilizado a emissão de títulos de dívida privados e colocado sérios entraves à atuação dos bancos, que, diante das incertezas da inflação, preferiram se limitar ao crédito de curto prazo. De fato, entre 1950 e 1970 os empréstimos de curto prazo representaram 22,7% dos PIB brasileiro, enquanto os empréstimos de longo prazo representaram 2,8% e as emissões de ações, 2,9%¹⁹⁵.

¹⁹² “[A Resolução n. 70 da SUMOC] introduziu importantes mudanças no sistema cambial brasileiro. O monopólio cambial do Banco do Brasil foi restabelecido e a ele deveriam ser obrigatoriamente vendidas ou repassadas pelos bancos autorizados a operar em câmbio as divisas provenientes das exportações. O controle quantitativo das importações também foi extinto e substituído pelo regime de leilões de câmbio em bolsa de fundos públicos do país. O sistema de leilões cambiais consistia, na verdade, na negociação de Promessas de Venda de Câmbio (PVC), que eram resgatadas em pregão público nestas bolsas e que davam ao importador o direito de aquisição de câmbio no valor e na moeda estipulados. Após a aquisição das PVC nos leilões, o comprador as levava ao Banco do Brasil no prazo de cinco dias e, em seguida ao pagamento do ágio, recebia o certificado de câmbio, com o qual, depois de verificados os preços das mercadorias a serem importadas, podia obter a licença de importação. De posse da PVC e da licença de importação, o comprador podia adquirir câmbio à taxa oficial em qualquer banco autorizado, no valor da operação licenciada, ficando com o direito à restituição do correspondente à diferença não utilizada” (VIANNA, Sérgio Besserman. *Duas tentativas de estabilização: 1951-1954*. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, p. 123-150, pp. 139).

¹⁹³ BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 3.

¹⁹⁴ BARROS, Marcos de Souza. Espírito empreendedor. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 17-21, p. 18.

¹⁹⁵ Dados calculados a partir das tabelas das pp. 239 e 241 em MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 238.

As companhias se voltaram cada vez mais para o BNDES, cujas taxas reais de juros eram negativas ou próximas a 0%. Isso conferiu ao governo brasileiro o controle sobre financiamento de empreendimentos, numa crescente estatização da economia¹⁹⁶.

Até 1910 os 3 maiores acionistas das companhias brasileiras detinham 53% do capital social. Entre 1910 e 1920, esse índice passou para 59%. Mas entre 1920 e 1953 ele voltou ao patamar de 53%, com a diferença de que graças às ações preferenciais isso passou a representar 55% dos votos¹⁹⁷. Esse dado indica que as companhias brasileiras mantiveram seu perfil de moderada concentração ao longo da primeira metade do século XX. Aldo Musacchio mais longe, chegando a afirmar que o perfil das companhias era diversificado, incluindo tanto companhias de capital concentrado quanto companhias de capital disperso¹⁹⁸.

Para o autor, assim como para Roe, foi a estatização da economia — que não foi abandonada nem revertida após o fim da era Vargas, e retomada com entusiasmo no período da ditadura militar — a responsável pela concentração da propriedade acionária no Brasil. Seguindo a linha do professor de Harvard, Musacchio argumenta que a concentração da propriedade acionária foi uma resposta à ascensão dos sindicatos e do estado, uma forma de aumentar o poder de barganha dos empreendedores¹⁹⁹.

¹⁹⁶ “The other side effect of the usury law was that as the government consolidated its control over the allocation of resources to the Brazilian economy, strategic and protected sectors were afforded long-term credit at low interest rates by the monetary authorities and National Bank for Economic Development [BNDES] [...]. Moreover, companies that had access to credit from government-controlled banks paid low or negative real rates of interest. A World Bank report that examined credit market practices before the 1970s reported that real interest rates for these subsidized credits were near zero or negative, and in the 1970s, when more data is available, the World Bank found the real interest rate on BNDE loans averaged between -4% and 2% a year” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, pp. 239-240).

¹⁹⁷ MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 125.

¹⁹⁸ “I argue that Brazil had two dominant ownership schemes before 1940: large, widely held corporations, predominantly railways, banks and textile mills; and family-owned and -controlled firms with relatively concentrated ownership” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 117).

¹⁹⁹ “There are also two political reasons for the emergence of large business groups with concentrated ownership. First, the accumulation of assets under the management of a single group (or family) was a response to the power of labor organizations.

[...]

The second political reasons for the rise of business groups has to do with the lobbying capacity of these holding companies. As the companies developed a diversified portfolio of business, most of which were large-scale ventures, the owners of these companies became more important for the government. On the one hand, these large companies employed a significant number of workers and produced strategic products (steel, cement, car, etc.) that were part of the import substitutions strategy of the government. On the other hand, many of these groups owned banks that were also crucial parts of the financing system the government used to finance its own operations. Having the ownership of these large conglomerates concentrated in a few hands helped the controlling shareholders to centralize lobbying costs in single units that became more powerful and strategically important for the government as the economic model increasingly relied on import substitution” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 246-247).

No início da década de 1960 o fim dos leilões de PVC fez o mercado de câmbio retornar à normalidade, e as letras de câmbio passaram a dominar o mercado — dessa vez como um instrumento de crédito emitido por financeiras. Em 1964 Roberto Teixeira da Costa afirmava que “as aplicações em letra de câmbio nos três últimos anos ocuparam lugar de amplo destaque no mercado brasileiro de capitais”²⁰⁰. Segundo Marta Barcellos o ressurgimento do mercado de títulos de crédito foi possível porque passou-se a aceitar seu lançamento com deságio, contornando-se as disposições da Lei da Usura²⁰¹.

Corroborando o depoimento de Roberto Teixeira da Costa, Raymundo Magliano Filho afirma que entre 1960 e 1964, em São Paulo, “a grande receita vinha do mercado de renda fixa de títulos públicos e das letras de câmbio, porque o mercado de ações sempre foi muito restrito, com poucas companhias listadas”²⁰². Já no Rio de Janeiro o mercado de ações continuava crescendo²⁰³. Há quem diga que o elevado movimento da bolsa nos anos de 1962 e 1963 caracteriza uma pequena bolha²⁰⁴. Neste último ano o ritmo de crescimento, que era significativo desde o início da década de 1950, arrefeceu²⁰⁵. É no mínimo curioso que o período entre 1961 e 1963 tenha sido atipicamente positivo para o mercado de capitais, considerando-se que foram anos de intenso impasse político e turbulência econômica.

2.4.4 Da Lei 4.728 ao Novo Mercado

Segundo a visão exposta em seu *website*, para a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a formação do mercado de capitais brasileiro iniciou-se realmente em 1964, quando o

²⁰⁰ COSTA, Roberto Teixeira da. As letras e o mercado de capitais em 1963. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 93-102, p. 94.

²⁰¹ “as letras de câmbio [...] começaram a ser corroídas pela inflação nos anos 1950, já que a legislação em vigor, dos anos 1930, limitava a taxa de juros. “O mercado não conseguia se desenvolver pela incompatibilidade entre a limitação da taxa de juros e a taxa de inflação”, recorda-se Ernane Galvêas, que era assistente econômico do ministro da Fazenda, Clemente Mariani. Diante da necessidade de se financiarem os bens de consumo duráveis que chegavam ao Brasil, como geladeiras e televisores, Mariani baixou uma resolução permitindo que as letras de câmbio fossem colocadas no mercado com deságio” (BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 37). Não foi possível identificar essa resolução, mas Mariani foi Ministro da Fazenda entre 31 de janeiro de 1962 e 25 de outubro do mesmo ano.

²⁰² MAGLIANO FILHO, Raymundo. Ouvido atento aos pregões. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 45-49, p. 46.

²⁰³ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, pp. 597-598.

²⁰⁴ CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 22-26, p. 25.

²⁰⁵ LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, p. 608.

regime golpista começou a implementar uma reforma do sistema financeiro nacional através da Lei 4.595, que criou o Conselho Monetário Nacional (CMN) e o BaCen²⁰⁶⁻²⁰⁷.

Por todo o até aqui exposto essa posição deve ser recebida com certa cautela. É forçoso reconhecer, no entanto, que ela não é de todo equivocada. Ressalvado o período do Encilhamento, a capilaridade do mercado de capitais brasileiro era baixíssima: tratava-se de um mercado de poucos especialistas. Lembre-se, por exemplo²⁰⁸, que nos anos de 1910 e 1950 o câmbio era o principal segmento do mercado de capitais, e o que até então mais atraía a concorrência dos bancos²⁰⁹. Esse não é um ramo para poupadores, mas para agentes do comércio internacional (importadores e exportadores) e especuladores com razoável grau de sofisticação. O fato de ele ser capaz de eclipsar os demais segmentos ao longo de toda a década de 1950 demonstra a inexistência de uma base de investidores ampla e diversificada e a fragilidade do mercado de capitais como um todo.

Pouco mais de meio ano após a criação do CMN e do BaCen a Lei 4.728 atribuiu-lhes competência para regular e supervisionar o mercado de capitais²¹⁰. Por meio dela criou-se o sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, composto pelas bolsas de valores, os bancos de investimento e as sociedades corretoras — pondo-se fim aos corretores de fundos públicos, que monopolizavam as negociações no mercado de capitais brasileiro desde 1893. A demanda reprimida era tamanha que “logo que a Bolsa do Rio foi aberta a novos corretores, apareceram mais de 50”²¹¹. Essa mudança permitiria maior agilidade e capilaridade, fortalecendo o mercado.

Em 1965 e 1966 observou-se um ligeiro aumento na emissão de ações. Se nos cinco anos anteriores a média das captações em ações era de 2,4% do PIB, em 1965 e 1966 ela foi de 3,3%. No mesmo período os empréstimos de curto prazo contraíram e os empréstimos de

²⁰⁶ “Antes da década de 60, os brasileiros investiam principalmente em ativos reais (imóveis), evitando aplicações em títulos públicos ou privados. A um ambiente econômico de inflação crescente — principalmente a partir do final da década de 1950 — se somava uma legislação que limitava em 12% ao ano a taxa máxima de juros, a chamada Lei da Usura, que limitava o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo. Essa situação começa a se modificar quando o Governo que assumiu o poder em abril de 1964 iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro, quando diversas novas leis foram editadas” (Fonte: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/>. Acesso em 14 de junho de 2012).

²⁰⁷ BRASIL. *Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/>>. Acesso em 24 de março de 2013.

²⁰⁸ Vide subseções 2.4.2 e 2.4.3.

²⁰⁹ Vide, por exemplo, os embates públicos entre os bancos e corretores relatado em LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977, pp. 301 e ss. e pp. 410 e ss.

²¹⁰ Art. 1º (BRASIL. *Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965*). Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br/>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²¹¹ CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 22-26, p. 24.

longo prazo cresceram a uma taxa menor e continuaram menos representativos que as ações²¹².

Em 1967, como parte do plano do governo de incentivar o mercado de capitais, foi baixado o infame Decreto-Lei 157, que criou incentivos fiscais para o investimento em ações²¹³. As pessoas físicas poderiam aplicar até 10% do imposto de renda em fundos constituídos especificamente para os fins do decreto — os chamados Fundo 157²¹⁴. As pessoas jurídicas submetiam-se ao mesmo limite, mas poderiam cumular o benefício com aqueles garantidos por outras normas até o limite de 50%²¹⁵.

Para se beneficiarem dos benefícios criados por esta lei, as sociedades precisavam cumprir uma das condições *a*, *b* ou *c*, abaixo, e, cumulativamente, a condição *d*:

- a) colocar no mercado mediante oferta à subscrição pública, direta ou indiretamente, ações de aumento de capital, devendo os atuais acionistas subscrever, no mínimo, vinte por cento (20%) do valor da emissão;
- b) colocar no mercado debêntures conversíveis em ações, de prazo mínimo de três (3) anos, devendo os atuais acionistas subscrever vinte por cento (20%) do valor da emissão;
- c) alienar imóveis em valor que, no mínimo, seja equivalente a quinze por cento (15%) do capital social;
- d) aplicar os recursos provenientes do aumento de capital, com a opção de uma das providências acima enumeradas, em capital circulante, assegurando a proporção entre o passivo exigível e não exigível, de acordo com os recebimentos desses recursos, sendo, para os efeitos desta lei, considerado como capital próprio as debêntures conversíveis em ações, de prazo mínimo de três anos²¹⁶.

Nos primeiros anos essas disposições pareceram trazer grandes benefícios ao mercado de capitais. Em comunicação realizada em reunião conjunta do Conselho de Administração e da Diretoria do Banco de Investimento S.A. em 15 de janeiro de 1970, Roberto Teixeira da Costa afirmou que o “ano de 1969 entrará para a história econômico-financeira do Brasil como o ano de afirmação do mercado de capitais”²¹⁷.

²¹² MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 241.

²¹³ “Art. 1º De acordo com os termos deste Decreto-lei, os contribuintes do imposto de renda, nos limites das redações previstas nos artigos 3º e 4º, terão a faculdade de oferecer recursos às instituições financeiras, enumeradas no artigo 2º, que os aplicarão na compra de ações e debêntures, emitidas por empresas cuja atuação corresponda aos meios e aos fins estabelecidos no artigo 7º” (BRASIL. *Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²¹⁴ Art. 3º (BRASIL. *Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²¹⁵ Art. 4º (BRASIL. *Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²¹⁶ BRASIL. *Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

²¹⁷ COSTA, Roberto Teixeira da. Atuação do BIB no setor de investimentos. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 117-130, p. 119.

As instituições financeiras, desempenhando seu papel de concorrentes do mercado de capitais, alertavam contra os riscos e buscavam preservar a hegemonia das letras de câmbio²¹⁸. Mas a atuação das instituições financeiras não foi suficiente para conter a escalada frenética do mercado. Vivia-se o período do “milagre econômico”. Como lembram Roberto Teixeira da Costa e Delfim Neto (então Ministro da Fazenda), era a época do Brasil grande, em que a economia brasileira parecia que iria “decolar”²¹⁹⁻²²⁰.

O otimismo exacerbado; o despreparo de investidores (que visavam ao benefício fiscal, sem dar a devida atenção aos riscos da operação), corretoras, bancos de investimento, companhias abertas e órgão reguladores e fiscalizadores (com pouca ou nenhuma experiência com o mercado de ações e sem contar com a necessária estrutura para lidar com suas demandas); e a abundância de recursos (que gerava uma demanda segura para a oferta de papéis) criaram o ambiente ideal para um novo frenesi especulativo, nos moldes do Encilhamento²²¹.

O caso *Merposa* ilustra o que se afirma. Um operador de mercado lançou ações de uma companhia com esse nome. Os papéis foram negociados durante alguns minutos, até que ele revelou a brincadeira: essa companhia não existia e seu nome era uma sigla que significava M... em Pó S.A.²²². Percebe-se o descuido na análise dos títulos. “As empresas podiam

²¹⁸ “Com o crescimento do mercado de ações, a partir de 1967, as letras de câmbio perderam seu reinado. Empresas de crédito e investimento, que tradicionalmente negociavam as letras [...] chegaram a fazer uma campanha velada contra as ações, propagando seus riscos, para tentar recuperar a preferência dos investidores que migravam para os papéis das empresas, negociados em bolsas” (BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 37).

²¹⁹ “era a época do Brasil grande, da Copa do Mundo” (COSTA, Roberto Teixeira. Valeu a pena. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 38-44, p. 40).

²²⁰ “Era outro mundo, completamente diferente, em expansão. O Brasil ligou o plugue dele ao mundo e estava indo embora. O país chegou a investir 26% do PIB, tinha uma carga tributária de menos de 20% do PIB. As exportações deram um salto dramático, o Brasil entrou no ritmo do desenvolvimento” (NETTO, Antônio Delfim. A bolha visível, mas ignorada. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 70-72, p. 71).

²²¹ “todo mundo estava ganhando dinheiro com aquilo. Mas a culpa não pode ser singularizada. Todos foram responsáveis. Foi um processo em que o governo e setor privado foram responsáveis. As corretoras não estavam estruturadas, os bancos de investimento não desenvolviam análises compatíveis com os níveis de risco. Também houve muita ganância da parte dos investidores. Era a roda da felicidade, todos ganhavam” (COSTA, Roberto Teixeira. Valeu a pena. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 38-44, p. 40).

²²² “um operador da bolsa decidiu “lançar” ações de uma empresa fictícia, que batizou de Merposa. Chegou a fazer boletos e vendê-los durante alguns minutos no pregão, até revelar a brincadeira. A Merposa, na verdade, era uma “sigla” cuja primeira sílaba remetia a uma palavra que os atores costumam falar ao desejar boa sorte em estréia: M... em Pó S.A.” (BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 56).

abrir o capital porque sabiam que teriam tomadores para seus papéis”²²³, diz Aguinaldo Pires Couto. “Uma companhia fazia um lançamento de ações e o papel subia 50% num dia, 100% no outro”²²⁴.

Quando o mercado deu sinais de que entraria em queda o governo tentou intervir, utilizando-se da Caixa Econômica Federal para comprar quotas dos Fundos 157 e assim segurar as cotações. Imaginava-se que a queda seria passageira — previsão que se mostrou equivocada²²⁵.

O Índice Bovespa (Ibovespa), que alcançara 11.630 pontos em 1969, caiu para 5.065 em 1973²²⁶. O volume de negócios na Boverj, a maior da época, despencou de 1,186 bilhão de cruzeiros, em 1971, para 166 milhões de cruzeiros, em 1973, uma redução de 86%²²⁷.

Mesmo com o mercado em polvorosa, as captações em ações cresceram menos entre 1967 e 1972 do que as captações de empréstimos: 24,4%, contra 95,6% para os empréstimos de curto prazo e 188,4% para os empréstimos de longo prazo. No último ano dessa série as ações representavam 5,1% das captações realizadas pelas empresas brasileiras, enquanto os empréstimos de longo prazo representavam 12,4% e os de curto prazo, 40,1%. Na opinião de Musacchio isso demonstra que o “jogo da governança corporativa” havia mudado e o foco das companhias havia se deslocado do mercado de capitais para o governo (provedor de capital de longo prazo através principalmente do BNDES) e para os bancos (provedores de capital de curto prazo)²²⁸.

²²³ COUTO, Aguinaldo Pires. Contra a maré. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 66-69, p. 67.

²²⁴ COUTO, Aguinaldo Pires. Contra a maré. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 66-69, p. 67.

²²⁵ “o governo criou um mecanismo em que a Caixa Econômica passou a comprar cotas de fundos para que tudo funcionasse como um mecanismo de sustentação. Eles achavam que esse processo de correção seria transitório, que o mercado retomaria o seu crescimento e não estavam muito conscientes das distorções que estavam ocorrendo. Como se constatou posteriormente, não há força econômica que possa segurar um mercado que busca um novo ponto de equilíbrio” (COSTA, Roberto Teixeira da. *O mercado de capitais no Brasil*. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 21-92, p. 54).

²²⁶ FRISCH, Felipe. Menos bancos, mais clientes: parcela de brasileiros com conta bancária triplicou, mas setor sofreu concentração. *O Globo*, Rio de Janeiro, 18 ago. 2009. Economia, p. 19.

²²⁷ BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 54.

²²⁸ “In a nutshell, the corporate governance game stopped being about providing protections for outside investors who purchased shares or bonds in stock markets. When long-term credit was provided primarily by government-banks (especially after the 1940s), the focus of corporations and their owners necessarily had to shift to how access government finance and secure short-term credit from banks” (MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 240).

A sociedade por ações brasileira deixara de cumprir a função econômica que Ascarelli lhe atribui e que a *VOC* exemplifica magistralmente e se tornou uma espécie de *super sociedade limitada*.

Na mesma época em que houve o estouro dessa bolha especulativa o mundo vivia a crise do petróleo. Os Estados Unidos da América (EUA) haviam extinto a conversibilidade do dólar em ouro em 1971, extinguindo junto o sistema de *Bretton Woods*. Essas condições desfavoráveis dificultavam uma retomada ágil.

Há quem diga que a ressaca durou até os anos de 1980²²⁹, e outros que afirmam que a situação começou a melhorar já em 1976²³⁰⁻²³¹. Em palestra proferida na ocasião do 3º Congresso Nacional das Sociedades Corretoras, Roberto Teixeira da Costa, então Presidente da CVM, exalta o crescimento do volume de emissões entre 1977 e 1979, ao mesmo tempo em que afirma que o volume de negociações se manteve estável no período²³². Já a queda do Ibovespa se manteve ininterruptamente até 1982²³³. Como se vê, a década de 1970 foi pouco proveitosa para o mercado de capitais brasileiro.

Para o setor bancário, a década foi de consolidação. A Lei 4.728 havia separado os bancos comerciais dos bancos de investimento, mas o BaCen não impedira a formação de conglomerados financeiros²³⁴. Após a crise de 1971 os bancos de investimento tornaram-se inviáveis: “Não havia mais mercado”, salienta Roberto Teixeira da Costa²³⁵. A consequência

²²⁹ SPINELLI, Nelson Bizzacchi. Sintonia com a modernidade. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 50-54, p. 52.

²³⁰ RIZKALLAH, Alfredo. Engenharias tecnológicas. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 82-88, p. 83.

²³¹ LOPES, Manoel Octávio Penna Pereira. Mudança de geração. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 113-118, p. 114.

²³² “Quanto ao desenvolvimento do mercado nesse período, do ponto de vista do volume de negociação em bolsa, os montantes negociados, em 1979, estão, em moeda corrigida, muito próximos dos registrados no mesmo período, em 1977. Podemos destacar, como indicador importante, uma sensível recuperação do volume de emissões no mercado primário. Até setembro de 1977, foram registradas 33 emissões, representando um montante de Cr\$ 3,424 bilhões, em moeda corrigida, que se compara a Cr\$ 8,7 bilhões registrados pela CVM até 30 de setembro [de 1979], englobando 40 emissões” (COSTA, Roberto Teixeira da. Palestra do presidente da CVM no 3º congresso nacional das sociedades corretoras. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 171-190, p. 176).

²³³ FRISCH, Felipe. Menos bancos, mais clientes: parcela de brasileiros com conta bancária triplicou, mas setor sofreu concentração. *O Globo*, Rio de Janeiro, 18 ago. 2009. Economia, p. 19.

²³⁴ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Duas leis e muita inovação. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 27-31, p. 29.

²³⁵ COSTA, Roberto Teixeira da. Valeu a pena. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 39-44, p. 40.

natural foi sua absorção pelos bancos comerciais — que por sua vez também passaram por um movimento de consolidação²³⁶ — e sua redução à condição de figurantes.

A década de 1970 só não foi de todo perdida para o mercado de capitais brasileiro devido a dois fatos do mundo jurídico: as leis 6.385 e 6.404, ambas de 1976.

A Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei do Mercado de Capitais), atualizou a regulação do mercado de capitais, sem se afastar radicalmente de sua antecessora, a já referida Lei 4.728 (o anteprojeto de ambas é de José Luiz Bulhões Pedreira), exceto por um aspecto: a criação da CVM, que assumiu as atribuições de regulação e fiscalização do mercado de capitais que até então cabiam ao BaCen. É o próprio Bulhões Pedreira quem afirma que “a fiscalização do mercado [de capitais] ficou algo pequenino dentro de um monstro. O BC só tinha um diretor de mercado de capitais e nunca pôde desenvolver essa área com muita eficiência”²³⁷.

Apenas uma semana depois de ser publicada a Lei do Mercado de Capitais, foi publicada a Lei das S.A. Ambas foram pensadas como formando um único sistema²³⁸, cujo objetivo era fortalecer o mercado de capitais pátrio²³⁹.

Por um lado a Lei das S.A. se propunha a atingir essa finalidade fornecendo garantias aos investidores. Dentre as normas que melhor exemplificam essa estratégia destaca-se aquela referente ao dividendo obrigatório²⁴⁰. Poder-se-ia lembrar ainda aquelas referentes à obrigatoriedade do Conselho de Administração²⁴¹, voto múltiplo²⁴² e definição e disciplina do controle²⁴³.

²³⁶ FRISCH, Felipe. Menos bancos, mais clientes: parcela de brasileiros com conta bancária triplicou, mas setor sofreu concentração. *O Globo*, Rio de Janeiro, 18 ago. 2009. Economia, p. 19.

²³⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Duas leis e muita inovação. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 27-31, pp. 28-29.

²³⁸ “3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal — a Comissão de Valores Mobiliários — com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas” (BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Mensagem n. 203*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 16 de junho de 2012).

²³⁹ “o Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País” (BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 25 de agosto de 2012).

²⁴⁰ Art. 202 (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁴¹ Art. 138, § 2º (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁴² Art. 141 (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁴³ Art. 116 e ss. (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

Por outro lado, adotaram-se certas medidas para facilitar a distribuição, subscrição e negociação de ações, dentre as quais destacam-se a criação das ações sem valor nominal²⁴⁴ e das ações escriturais²⁴⁵.

Após uma década de trauma, reestabilização e aprimoramento, a seguinte poderia ser marcada pelo crescimento. No entanto a década seguinte foi a de 1980 — a chamada *década perdida* da economia brasileira.

As conturbações econômicas começaram já no início da década: em 1980 a inflação foi de 82%, um índice inferior apenas ao de 1964²⁴⁶. Essa seria a *menor* variação anual dos preços ao longo de década — que chegaria a assustadores 1.972,91% em 1989²⁴⁷.

O período também foi marcado por conturbações políticas. A ditadura militar instalada em 1964 havia perdido sustentação e a transição à democracia ocuparia toda a década, encerrando-se apenas com a posse de Fernando Collor, em 1990 (que inaugurou outro período de turbulência política, diga-se).

Foi na primeira metade da década de 1980 que a Bovespa ultrapassou a Boverj em volume de negócios: “Em 1985, já éramos [a Bovespa] maiores que a Bolsa do Rio, tínhamos mais volume de negócios e maior exposição na mídia”²⁴⁸.

Mas o crescimento da Bovespa não era baseado na negociação de ações, e sim de opções e futuros²⁴⁹. Em 1983 a Boverj lançou a Bolsa Brasileira de Futuros e em 1985 a Bovespa fundou a Bolsa Mercantil e de Futuros (BM&F), o que indica a importância que os mercados de derivativos haviam adquirido.

A segunda metade da década de 1980 e a primeira da década de 1990 colocariam novos e pesados desafios ao mercado. Entre 1986 e 1991 o Brasil passaria por cinco *planos eco-*

²⁴⁴ Art. 11 (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁴⁵ Art. 34 (BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁴⁶ Vide anexo estatístico de ABREU, Marcelo de Paiva. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

²⁴⁷ BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Séries Históricas*. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 17 de junho de 2012. O índice citado é o IPCA. O INPC naquele ano foi de 1.863,56%.

²⁴⁸ AZEVEDO, Eduardo da Rocha. Quebrando paradigmas, do seu jeito. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 144-151, p. 147.

²⁴⁹ Vide AZEVEDO, Eduardo da Rocha. Quebrando paradigmas, do seu jeito. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 144-151, p. 147; e NABUCO, Fernando. Turma inquieta. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 152-155, p. 154.

*nômicos*²⁵⁰, trocava três vezes de moeda e experimentaria o congelamento de preços e salários e confisco da poupança, entre outras medidas pouco ortodoxas e de alto impacto.

O objetivo de todos esses planos era um só: controlar a inflação. Nenhum deles, porém, foi bem sucedido. Entre 1986 e 1993 a inflação anual foi de 79,66% a 2.477,15%. O único ano em que houve queda da inflação foi 1991, quando ela foi de “apenas” 472,70%; já no ano seguinte a situação “normalizou-se” e a inflação foi de 1.119,10%.

Os planos econômicos fracassados foram sem dúvida péssimos para a economia nacional, mas não foram a pior coisa que aconteceu ao mercado de capitais entre 1986 e 1993. Esse “mérito” cabe à quebra da Boverj em 1989.

Durante a década de 1980 Naji Nahas foi o maior investidor do mercado de capitais brasileiro, respondendo por até 80% dos contratos em aberto da Bovespa. Após uma primeira tentativa mal sucedida de impor limites a essa especulação desenfreada as operações de Naji Nahas quase levaram à quebra da Bovespa, que foi salva graças a um empréstimo bancário. A bolsa então exigiu que as corretoras através das quais Nahas operava fornecessem garantias compatíveis com o volume das operações a descoberto. A solução de Nahas foi simples: transferir suas atividades para a Boverj²⁵¹.

Com a saída de Nahas da Bovespa o volume de negócios despencou. Mas a decisão se provou acertada: em 9 de julho daquele ano se tornaria público que Naji Nahas não tinha condições de liquidar suas obrigações. O especulador operava com altíssimos níveis de alavancagem, e ao perder seu crédito na praça simplesmente não tinha como cobrir suas posições em aberto. Era uma sexta-feira e a CVM determinou que as bolsas não abrissem na segunda. Na

²⁵⁰ Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991).

²⁵¹ “A Bolsa de São Paulo crescia baseada no mercado de opções. Em cada série, o investidor poderia ter até 20% das posições totais. O Naji [Nahas] ultrapassava esse limite, chegando a 80%. Percebíamos que era perigoso ultrapassar o que previam os contratos. Fiscalizávamos e queríamos liquidar posições à vista. O Naji recorreu à Justiça, e como os juízes não estavam preparados para julgar a complexidade desses novos produtos de mercado, deram ganho de causa a ele. Isso nos enfraqueceu. Em 1987, um corretor veio nos dizer que a Bolsa de São Paulo ia quebrar, porque o Naji não pagaria os US\$ 30 milhões que havia operado pela corretora. Recorremos ao falecido Pedro Conde, dono do BCN, que nos enviou dinheiro. O Naji foi para Paris, pegou US\$ 200 milhões e trouxe para o Brasil. Foi quando soubemos que o BCN tinha posições ainda maiores e que poderia ter quebrado junto com a Bolsa. O Naji liquidou suas posições e ainda ficou com mais cacife para alavancar novas posições. Tivemos que aguentar toda essa situação. O mérito do Horácio [de Mendonça Netto, superintendente geral da Bovespa na época dos fatos] foi controlar tudo isso. Em 1989, em vez de chamarmos margens em cima do Naji Nahas, chamamos margens sobre as 17 corretoras que faziam as suas operações. Ele recorreu à Justiça e voltou a operar no Rio” (NABUCO, Fernando. Turma inquieta. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 152-155, p. 154).

terça a Bovespa teve o menor volume de sua história e caiu 9,2%; a Boverj, por sua vez, caiu 9,1%. Os investidores correram para sacar suas quotas dos fundos de investimento²⁵².

Era a terceira grande crise do mercado de ações brasileiro. Dos 150 milhões de cruzados novos que Nahas devia, 102 milhões eram devidos à Boverj, que nunca mais se recuperaria do impacto.

Nesse mesmo ano a Lei 8.021 (que fazia parte do Plano Collor) extinguiu os títulos ao portador²⁵³. Embora essa seja uma medida salutar do ponto de vista moral, por dificultar a lavagem de dinheiro e a ocultação de patrimônio, ela foi devastadora para o mercado; um agente da época relata que mais de 300 dos cerca de 470 funcionários da corretora em que trabalhava foram demitidos em razão da medida²⁵⁴.

O confisco da poupança, também parte do Plano Collor, drenara uma imensa parcela dos recursos disponíveis para investimentos.

A situação do mercado de capitais brasileiro em 1990 era calamitosa. Naquele ano a capitalização relativa²⁵⁵ das companhias brasileiras era de 2,41% do PIB — o segundo menor dentre 20 países pesquisados pela CVM²⁵⁶, atrás apenas da Hungria, cuja bolsa havia sido reaberta depois de mais de 50 anos de regime comunista. Décadas de adversidade resultaram no sepultamento da função econômica das sociedades por ações brasileiras. Pulverizar o capital se tornara uma alternativa totalmente fora de questão: não havia uma demanda por ações capaz de sustentar um projeto desse gênero, nem as companhias estavam preparadas para fazê-lo depois de décadas voltadas para o governo e os bancos.

Há alguns poucos fatos dessa época que se destacam positivamente. Uma das declarações que celebrizou Fernando Collor foi sua comparação dos automóveis brasileiros com car-

²⁵² “A semana das bolsas começou somente no dia 13 de junho, terça-feira, mediante a adoção de mecanismos de defesa, como, por exemplo, o limite máximo de 10% de oscilação, tanto para altas como para baixas. A Bovespa registrou o menor volume de negócios de sua história até então, fechando em baixa de 9,2%. Na Bolsa do Rio, a queda foi de 9,1%. O clima de instabilidade fez com que pequenos e médios investidores corresse para resgatar suas quotas em fundos de ações” (BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010, p. 142).

²⁵³ Artigos 2º e 5º (BRASIL. *Lei n. 8.021, de 12 de abril de 1990*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁵⁴ “Na corretora tínhamos 468 funcionários, espalhados em São Paulo, Rio, Belo Horizonte, Juiz de Fora e Be-tim. O que nos sustentava era o open market, porque na parte de ações a receita era pequena. De uma hora pra outra, o open acabou, porque não existia mais a nota ao portador. Tivemos que reduzir o quadro para 100, dispensar mais de 300 funcionários antigos” (MAGLIANO FILHO, Raymundo. Ouvido atento aos pregões. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalida-des que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista conce-dida a Marta Barcellos, pp. 45-49, p. 48).

²⁵⁵ Razão entre o valor (em dólares correntes) do total das ações negociadas no mercado organizado, e o PIB (também convertido em dólares correntes).

²⁵⁶ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Dados utilizados no “Panorama do mercado secundário internacional de valores mobiliários”*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 19 de junho de 2012.

roças, dada sua defasagem tecnológica quando comparados àqueles do *mundo desenvolvido*. A solução para a ineficiência do setor produtivo nacional proposta pelo governo foi a abertura do mercado brasileiro aos estrangeiros. Isso aumentou a concorrência e obrigou as companhias brasileiras a buscar novas fontes de financiamento: “graças ao fechamento da economia, os investimentos e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais”²⁵⁷.

Mas a abertura não atingiu o mercado de capitais apenas de forma indireta. A Resolução n. 1.823 do CMN acrescentou à de n. 1.289 (que tratava de investimentos estrangeiros no Brasil) o Anexo IV, que disciplinou a constituição e a administração de carteira de valores mobiliários mantida no país por investidores institucionais estrangeiros²⁵⁸. Na prática, esse regulamento autorizou o investimento direto no Brasil por esses investidores — que são aqueles que manejam o maior volume de recursos. A pesquisa empírica confirma que o volume de negociações da Bovespa aumentou após a entrada em vigor do Anexo IV²⁵⁹.

Outro processo iniciado no governo Collor que beneficiou o mercado de ações foram as privatizações. A primeira empresa a ser privatizada pela União foi a Usiminas, em 24 de outubro de 1991. O processo continuaria pelos anos seguintes e alcançaria seu ápice com a privatização da Telebrás, em 1998.

Lamenta-se o fato do Brasil não ter adotado o modelo britânico de privatização com pulverização do capital²⁶⁰. De fato a postura do governo foi diametralmente oposta. A evidência mais clara do que se afirma foi a revogação, em 1997, do art. 254 da Lei das S.A., que obrigava à realização de oferta pública para aquisição das ações dos minoritários no caso de

²⁵⁷ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 5. A equipe técnica responsável pela elaboração deste documento foi composta de José Roberto Mendonça de Barros, José Alexandre Scheinkman, Luiz Leonardo Cantidiano, Lídia Goldenstein, Tereza Maria Fernandes Dias da Silva e Antônio Gledson de Carvalho.

²⁵⁸ BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. *Resolução n. 1.832, de 28 de maio de 1991*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

²⁵⁹ “O crescimento do volume de negócios na Bovespa está relacionado com a entrada de capital estrangeiro via Anexo IV” (LEAL, Ricardo Pereira Câmara e RÉGO, Ricardo Bordeaux. *Anexo IV, investimento estrangeiro e mercado de capitais no Brasil*. Disponível em: <http://www.ricardobordeaux.com/downloads/artigo_ra_usp1997.pdf>. Acesso em 17 de junho de 2012). A frase citada é do resumo, e a tabela com os dados está na p. 10.

²⁶⁰ MAGLIANO FILHO, Raymundo. Ouvido atento aos pregões. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 45-49, p. 48; ROCCA, Carlos Antônio. Agora sim, tudo mudou. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 178-182, p. 182; COSTA, Roberto Teixeira da. O mercado de capitais no Brasil. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 21-92, p. 73.

alienação de controle, permitindo que o governo se apropriasse integralmente do produto da venda das empresas públicas²⁶¹.

Parece realmente ter sido uma oportunidade perdida. Ainda assim, não há dúvida de que as privatizações beneficiaram o mercado. Como lembra Alfredo Lamy Filho, “O Estado não pode visar ao lucro, nem o funcionário público tem essa visão”²⁶². Um mercado de capitais composto de empresas estatais é quase um paradoxo. As estatais podem ser financiadas por contribuições, taxas, etc., especialmente se o governo for capaz de justificar a necessidade de recursos com base em finalidades sociais (p.e., a expansão de linhas de distribuição de energia para áreas de difícil acesso), enquanto empresas privadas precisam buscar esses recursos normalmente no mercado. A substituição de estatais por empresas privadas no universo dos potenciais captadores de poupança popular viria a contribuir para o renascimento do mercado de capitais brasileiro.

Em 1993, após o fracasso de cinco planos econômicos entre 1986 e 1992, o governo Itamar Franco começou a construir o Plano Real, que seria implementado completamente apenas em julho do ano seguinte. Os resultados foram surpreendentes. A inflação no mês de junho de 1994 foi de 47,43%. O Real foi adotado como moeda brasileira em 1º de julho e naquele mês a inflação foi de apenas 6,84%²⁶³. Desde então ela passou a flutuar na faixa de 0,5% a 2% ao mês — um patamar praticamente inacreditável para aqueles que viveram os anos 1980.

A abertura do Brasil ao capital estrangeiro e a redução da participação estatal na economia haviam impulsionado o mercado de capitais na primeira metade de década. Tanto as emissões primárias quanto a capitalização bursátil cresceram significativamente entre 1990 e 1994²⁶⁴.

A quantidade de companhias listadas na Bovespa, porém, caía ano a ano; de 579 em 1990, passou a 549 em 1994²⁶⁵. A concentração do capital bursátil (a representatividade das maiores companhias relativamente ao capital total das companhias listadas) e a concentração

²⁶¹ BRASIL. *Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

²⁶² LAMY FILHO, Alfredo. Altas doses de trabalho e paixão. BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 78-81, p. 79.

²⁶³ BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Séries Históricas*. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 17 de junho de 2012. Os números citados são do IPCA.

²⁶⁴ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 25.

²⁶⁵ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 30.

do volume de transações (representatividade das maiores companhias no volume das transações) também aumentaram nesse período²⁶⁶.

Como se vê, os dados indicam que o crescimento da bolsa não era no sentido de sua expansão, mas de inchaço. O Plano Real, apesar de aprofundar as mudanças iniciadas no governo Collor e reorganizar o cenário macroeconômico, não foi capaz de reverter essa tendência.

A capitalização bursátil das companhias brasileiras, que era de 2,41% em 1990, conforme acima noticiado, subiu para 34,64% em 1994 e 28,18% em 2000. A quantidade de sociedades listadas na Bovespa, todavia, seguia diminuindo: de 594 em 1994 passou a 487 em 1999.

A movimentação da Bovespa seguiu crescendo, embora em ritmo menor ao observado na primeira metade da década. De 1991 a 1994 o volume financeiro anual de operações à vista passou de U\$ 7,14 bilhões para U\$ 60,11 bilhões, e em 2000 foi de U\$ 85,55 bilhões²⁶⁷. A concentração das transações se manteve praticamente estável²⁶⁸; as ações da Telebrás chegaram a compor mais de 50% do Ibovespa na época²⁶⁹.

As tesourarias dos bancos respondiam por aproximadamente de 45% a 50% do movimento²⁷⁰. Por outro lado, a participação dos investidores pessoa física no volume total da Bovespa passou de 11,7% em 1994 a 20,4% em 2000²⁷¹. Lembre-se que 2000 foi o ano em que se autorizou que os trabalhadores usassem parte dos recursos depositados no FGTS para adquirir ações da Petrobrás, o que em parte explica o crescimento expressivo da participação dos investidores pessoa física verificado nesse ano.

Os sinais contraditórios — crescimento sem expansão ou diversificação de ofertantes — indicam a existência de barreiras à entrada e a desconfiança dos investidores. Em verdade, a segunda dessas circunstâncias contribui para a primeira: o desconto exigido pelos investidores em ofertas públicas iniciais no Brasil estava na década de 1990 entre os maiores do mun-

²⁶⁶ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 36.

²⁶⁷ Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br>.

²⁶⁸ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 37.

²⁶⁹ Fonte: <http://www.bmfbovespa.com.br>.

²⁷⁰ “Na década de 1990, as tesourarias dos bancos eram, de longe, o maior segmento que negociava na Bolsa, representando de 45% a 50% de todos os negócios” (MIFANO, Gilberto. Enxergar e fazer. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 183-190, p. 188).

²⁷¹ Dados fornecidos pela Bovespa mediante requerimento.

do²⁷². Isso é um custo significativo para as companhias, que tinham reduzido incentivo para lançar ações.

Ao final da década de 1990 a avaliação da Bovespa era de que o modelo que havia permitido seu crescimento estava esgotado²⁷³. Um sinal do esgotamento estava no aumento no lançamento de *American Depositary Receipts (ADRs)* por companhias brasileiras. Desde 1992 a legislação autorizava o lançamento de *ADRs* por companhias brasileiras²⁷⁴. Até 1996 a Aracruz Celulose S.A. fora a única companhia a se utilizar dessa faculdade. Desse ano em diante cada vez mais companhias passaram a lançar títulos no mercado estadunidense, alcançando bons resultados. No ano 2000 a movimentação das *ADRs* brasileiras já equivalia a 33,2% da movimentação da Bovespa, embora houvesse 495 sociedades listadas na Bovespa e apenas 26 companhias tivessem lançado *ADRs*²⁷⁵. Os dados demonstram que havia uma demanda de capital por parte das companhias nacionais, que não podia ser atendida pelo mercado local. Mostram também que os investidores estrangeiros, embora estivessem preparados para aplicar seus recursos em empresas brasileiras, ainda desconfiavam do mercado brasileiro.

A Bovespa resolveu então assumir o protagonismo na reestruturação do mercado de capitais. Em 2000 a bolsa de São Paulo respondia por 93% do movimento bursátil brasileiro. A Boverj respondia por outros 5% e o restante era dividido entre diversas pequenas bolsas. A Bovespa integrou essas pequenas bolsas em um mercado único, fortalecendo todo o siste-

²⁷² BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 41.

²⁷³ “havia a concentração em pouquíssimos papéis. Mas o volume ia crescendo. Chegamos a negociar, em setembro de 1997, uma média de US\$ 1 bilhão, marca que viríamos a ultrapassar somente no ano de 2005. Fomos a nona maior bolsa do mundo, mas essa concentração não permitia que tivéssemos muita substância. Estávamos no nosso limite máximo. Havia ainda uma desconfiança do investidor estrangeiro em relação ao mercado e ao modelo das empresas brasileiras” (MIFANO, Gilberto. Enxergar e fazer. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 183-190, p. 188).

²⁷⁴ BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. *Resolução n. 1.927, de 18 de maio de 1992*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 27 de junho de 2012.

²⁷⁵ SANTANA, Maria Helena. The Novo Mercado. In: SANTANA, Maria Helena; ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; e YURTOGLU, B. Burcin. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The International Finance Corporation: [s.l.], 2008, p. 6.

ma²⁷⁶. Nesse processo certas bolsas foram extintas, dentre as quais a Bolsa de Valores do Extremo Sul, que funcionava em Porto Alegre.

No mesmo ano foi entregue à Bovespa o documento intitulado *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. Na leitura de seus autores o momento era oportuno para o crescimento do mercado de capitais²⁷⁷, mas para que se pudesse aproveitar essa oportunidade seria necessário superar certos entraves.

A oportunidade decorria da abertura do Brasil ao mercado internacional, que expôs as companhias pátrias “a um mundo muito mais competitivo, no qual as necessidades de investimento são muito maiores e recorrentes”²⁷⁸. A profusão do lançamento de *ADRs* sinalizava a redução da disposição estatal a financiar tais investimentos. O fortalecimento da previdência privada e a queda na taxa de juros, juntamente com a já referida abertura a investidores estrangeiros, asseguravam um aumento na demanda por ações²⁷⁹.

As estratégias para aproveitar esse momento envolviam a popularização, promoção e ampliação da bolsa, de forma a expandir a base de tomadores e poupadores; e o aumento da proteção aos acionistas minoritários²⁸⁰.

Perceba-se que tanto a interpretação da conjuntura então encontrada quanto as soluções propostas coadunam-se com as teorias sobre o surgimento da propriedade dispersa do capital expostas nas seções 2.1 e 2.2. A liberalização da economia ocorrida ao longo da década

²⁷⁶ “A Bovespa já representava 93% do mercado brasileiro, a Bolsa do Rio detinha 5% e as demais ficavam com o restante. Achávamos que, para poder competir em um mundo cada vez mais globalizado, não deveríamos desperdiçar esforços competindo internamente. Era improdutivo. Nossas atenções deveriam se voltar para a concorrência internacional. Precisávamos expandir a Bolsa de São Paulo para o resto do país e, para obter essa unificação do mercado brasileiro, os corretores paulistas teriam que ceder um pouco. Foi um complicado processo de convencimento. Até porque, além de convencer os corretores daqui, tínhamos que encontrar uma saída honrosa para as demais bolsas. A solução foi que elas não deixaram de existir, mas seriam integradas ao mercado único, na Bovespa, que começou a ser chamada de Bolsa do Brasil. Para tanto, foi feito o desdobramento do título Bovespa em 12 partes, e permitimos que corretores de outras bolsas entrassem na Bovespa comprando essas frações. No entanto, quem venderia esses títulos seriam os corretores de São Paulo. Ou seja, agradamos os dois lados: permitimos que os de fora entrassem na Bovespa ao mesmo tempo em que os corretores daqui lucraram vendendo títulos” (MIFANO, Gilberto. Enxergar e fazer. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil*: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 183-190, pp. 187-188). As exceções ficam por conta das bolsas de Santos e do Rio de Janeiro. No primeiro caso a Bovespa comprou os títulos dos corretores locais, que usaram o dinheiro recebido para comprar títulos da Bovespa. No segundo, a Bovespa comprou boa parte dos ativos da bolsa, pagando com seus próprios títulos, comprados de corretores paulistas. Esses títulos foram distribuídos entre os corretores cariocas, que passaram a poder operar na Bovespa. Vide relatos na mesma p. 188.

²⁷⁷ “O Brasil vem passando por profundas transformações que, pela primeira vez, impõem a necessidade e, portanto, criam uma oportunidade para o florescimento de um mercado de capitais no país” (BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 8).

²⁷⁸ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 8.

²⁷⁹ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 8.

²⁸⁰ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, pp. 11-12.

da de 1990 foi tomada como responsável pela geração de demanda por capitais, e o desenvolvimento de um sistema legal favorável aos minoritários — citando-se inclusive as pesquisas de La Porta *et alii*²⁸¹ —, como condição necessária para o atendimento a essa demanda pelos poupadores.

Destacou-se anteriormente a concorrência dos bancos ao mercado de capitais. Pois também nesse aspecto o momento era favorável.

Em sequência ao Plano Real, e em parte devido a seus efeitos, foi implementada uma reestruturação do sistema bancário. Através de dois programas — o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro (PROER) e o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES) — e a criação do Fundo Garantidor de Crédito (FGC), procurou-se consolidar o mercado em instituições sólidas e menos suscetíveis a crises.

De forma bastante objetiva, o PROER consistiu na cisão dos ativos de boa qualidade de instituições bancárias em crise dos de má qualidade, com a posterior venda daqueles para instituições saudáveis (venda essa, em regra, financiada pelo Tesouro Nacional). Os depósitos e um passivo em valor igual ao dos ativos alienados acompanham os ativos bons e os ativos ruins e o restante do passivo ficavam com o BaCen, que promovia a liquidação do patrimônio²⁸²⁻²⁸³.

O PROES, por sua vez, consistiu na oferta de recursos para o saneamento das contas dos bancos estaduais. Os estados que aceitassem a ajuda financeira precisavam se comprometer a liquidar, privatizar ou alienar a instituição financeira em questão à União, para posterior privatização ou transformação do banco em uma agência de desenvolvimento. Poucos bancos estaduais sobreviveram ao PROES — entre eles o Banco do Estado do Rio Grande do Sul (Banrisul)²⁸⁴.

O FGC, por fim, é um fundo de garantia de depósitos. Apesar de ter sido criado pela Resolução n. 2.197 do CMN, trata-se de uma instituição financiada e administrada pelos próprios bancos.

²⁸¹ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 10.

²⁸² Instituições de menor porte não foram cindidas, mas alienadas integralmente. Essas instituições, todavia, não representaram uma parcela significativa do PROER.

²⁸³ Para maiores informações sobre o PROER, vide MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O Caso do PROER. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, junho de 2003, pp.1-13. Disponível em: <<http://www.bcb.com.br>>. Acesso em 27 de janeiro de 2013; e VIDOTTO, Carlos Augusto. *O PROER no centro da reestruturação bancária brasileira dos anos noventa*. Disponível em: <<http://www.uff.br>>. Acesso em 27 de janeiro de 2013.

²⁸⁴ Para mais informações sobre o PROES vide SALVIANO JÚNIOR, Cleofas. *Bancos Estaduais: dos problemas crônicos ao PROES*. Brasília: Banco Central, 2004.

Tanto o PROES quanto o PROER se estenderam até o início da década de 2000. Como se vê, no final do século XX os bancos enfrentavam seus próprios problemas e não representavam um grande obstáculo para o desenvolvimento do mercado de capitais.

2.4.5 O mercado de capitais brasileiro na última década

Como se viu na subseção anterior, uma das propostas do documento *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro* para o desenvolvimento deste mercado foi o estabelecimento de um ambiente legal favorável aos investidores. Cientes de que uma radical mudança legislativa era improvável, os autores do documento sugeriram o caminho da autorregulação, tomando como modelo uma experiência alemã intitulada *Neuer Markt*²⁸⁵.

O *Neuer Markt* era um segmento especial da bolsa de valores de Frankfurt que abrigava companhias da chamada *nova economia* (informática, biotecnologia, etc.) dispostas a oferecer maior proteção aos investidores. Para ingressar nesse segmento as companhias alemãs precisavam assinar um contrato com a bolsa, através do qual se obrigavam a adotar certas práticas e disposições estatutárias.

A sugestão foi acatada pela Bovespa e no mesmo ano foram criados os diferentes segmentos de listagem, baseados em regras de “governança corporativa”. Além do segmento tradicional (cujas regras são aquelas previstas nas Lei das S.A. e na Lei do Mercado de Capitais), passaram a existir os níveis 1 e 2 e *Novo Mercado*. Em poucas palavras, pode-se dizer que o nível 1 é caracterizado por regras de publicidade mais severas; o nível 2, pela adição de direitos especiais aos acionistas minoritários; e o Novo Mercado, pelo acréscimo da vedação à existência de ações preferenciais²⁸⁶. Além disso, nos níveis 2 e Novo Mercado é obrigatória a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado – o que elimina a dependência do judiciário, historicamente moroso e imprevisível no Brasil. Não cabe aqui detalhar as regras previstas para cada nível; mais detalhes podem ser obtidos no *website* da Bovespa na *internet*²⁸⁷.

No ano seguinte um projeto de lei de 1997, cujo escopo original era simplesmente criar a figura das *golden shares* de uso exclusivo de entes desestatizantes²⁸⁸, após encampar ou-

²⁸⁵ BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000, p. 12.

²⁸⁶ SANTANA, Maria Helena. The Novo Mercado. In: SANTANA, Maria Helena; ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; e YURTOGLU, B. Burcin. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The International Finance Corporation: [s.l.], 2008, p. 19.

²⁸⁷ http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_segmentos-de-listagem.asp. Acesso em 29 de junho de 2012.

²⁸⁸ A proposta original, com certas emendas, se converteu no § 7º do art. 17 da Lei das S.A.

tros dois projetos de lei, foi convertido no Lei 10.303, que promoveu a reforma da Lei das S.A. e da Lei do Mercado de Capitais²⁸⁹. Entre os avanços dessa lei podem ser citados a disciplina do fechamento de capital²⁹⁰; o aprimoramento da disciplina das ações preferenciais²⁹¹; a autorização para a inclusão de cláusula de arbitragem nos estatutos sociais²⁹²; o aprimoramento da disciplina do direito de retirada²⁹³; aprimoramento da disciplina do voto múltiplo²⁹⁴; a ampliação da esfera de atuação da CVM²⁹⁵ e de seus poderes de forma geral²⁹⁶; e a criação de novos tipos penais visando ao combate a práticas indesejáveis no âmbito do mercado de capitais²⁹⁷.

Com essas inovações estavam então criadas as condições para a pulverização da propriedade acionária. Repare-se que, assim como no *UK*, também no Brasil a auto-regulação teve um papel fundamental nesse processo.

Mas os anos de 2001 e 2002 não foram bons para o mercado de capitais brasileiro. À crise do *ponto com*, causada pela supervalorização das empresas de negócios digitais, seguiram-se o escândalo *Enron* (2001), a crise argentina (que teve seus momentos mais dramáticos em 2001 e 2002) e as eleições presidenciais de 2002 (em que as perspectivas de eleição de Luiz Inácio Lula da Silva agitaram o mercado).

O ano de 2003 ainda foi ruim, talvez um reflexo dos anteriores; a recuperação iniciou-se em 2004. Naquele ano houve o registro de 24 lançamentos de ações, totalizando US\$ 3,3 bilhões — a maior cifra da década até então. As emissões seguiram crescendo ininterruptamente até 2007²⁹⁸.

²⁸⁹ BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. 24 de março de 2013.

²⁹⁰ Os artigos 2º, que modifica o art. 4º da Lei das S.A.; e 3º, que acrescenta o art. 4º-A à mesma lei (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. 24 de março de 2013).

²⁹¹ Art. 2º, que modifica o art. 17 da Lei das S.A. (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹² Art. 2º, que modifica o art. 109 da Lei das S.A. (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹³ Art. 2º, que modifica o art. 137 da Lei das S.A. (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹⁴ Art. 2º, que modifica o art. 141 da Lei das S.A. (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹⁵ Art. 4º, que modifica os artigos 1º e 2º da Lei do Mercado de Capitais (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹⁶ Art. 4º, *passim* (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹⁷ Art. 5º, que acrescenta os artigos 27-C, 27-D, 27-E e 27-F à Lei do Mercado de Capitais (BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

²⁹⁸ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Distribuições Públicas — Equity — Ações*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 8 de julho de 2012.

Nesse período apareceu uma nova leva de companhias de capital pulverizado brasileiras. A primeira foi a Lojas Renner S.A., em 2005. Depois vieram Embraer S.A.; Diagnósticos da América S.A.; Gafisa S.A.; BR Malls Participações S.A.; Valid Soluções e Serviços de Segurança em Meios de Pagamento e Identificação S.A.; Cetip S.A. — Mercado Organizados; BMFBovespa S.A. Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros; PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações; e, mais recentemente, Kroton Educacional S.A.²⁹⁹.

A imprensa vem chamando essas companhias de *corporations*³⁰⁰, uma referência às sociedades por ações estadunidenses, conhecidas por seu alto grau de dispersão do capital. Há quem pense que elas tendem a se tornar cada vez mais comuns no Brasil³⁰¹, ou pelo menos que elas se tornarão a principal preocupação dos reguladores³⁰².

Os dados da próxima subseção sobre a evolução da propriedade acionária na última década demonstram que essa foi a tendência na última década.

2.4.6 O estado presente da propriedade acionária no Brasil

Em 2003 diversos dados sobre a concentração acionária, identidade dos controladores e independência dos administradores de sociedades latino-americanas foram divulgados no *White Paper on Corporate Governance in Latin America*, publicado pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico.

Os dados sobre a concentração acionária no Brasil divulgados por este documento são freqüentemente citados nas discussões sobre o tema. Uma pequena tabela trazia, em porcentagem, a média de participação do maior, dos três maiores e dos cinco maiores acionistas no capital das sociedades abertas brasileiras, conforme dados da *Economática*³⁰³. Os dados são os seguintes³⁰⁴:

²⁹⁹ Não se pretende que a lista seja exaustiva; é possível que existam outras sociedades anônimas de capital pulverizado no Brasil. Além disso, convém lembrar que o mercado é dinâmico, e sociedades podem sair ou entrar nessa lista a qualquer momento.

³⁰⁰ Vide TORRES, Fernando. Corporation facilita expansão, não sucesso. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013; e SCHINCARIOL, Juliana. Corporations no Brasil tendem a crescer nos próximos anos. *Exame.com*. Disponível em: <<http://www.exame.abril.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013.

³⁰¹ Vide matéria “Corporations no Brasil tendem a crescer nos próximos anos”, citada na nota anterior.

³⁰² RAGAZZI, Ana Paula e BRUNO, Luciana. Nova diretoria da CVM vê mais debates societários. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013.

³⁰³ A *Economática* é uma base de dados para análise financeira. Mais informações em <<http://www.economatica.com/pt/>>.

³⁰⁴ ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *White Paper on Corporate Governance in Latin America*. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em 1º de janeiro de 2012, p. 53.

Participação do maior acionista	Participação dos 3 maiores acionistas	Participação dos 5 maiores acionistas
51%	65%	67%

Como se vê, na sociedade por ações de capital aberto brasileira média, em 2003 um único acionista era proprietário de ações correspondentes a mais da metade do capital social. Apesar de considerável, não se tratava de um grau excepcionalmente elevado de concentração quando comparado aos demais países latino-americanos objeto da pesquisa: apenas a Colômbia exibia um índice inferior, e na Argentina o maior acionista possuía 61% do capital, enquanto os três maiores possuíam 82%³⁰⁵. Mesmo alguns países europeus exibiam valores semelhantes ou mais elevados poucos anos antes: em 1996, nas 62 maiores companhias abertas austríacas, o maior acionista detinha em média 52% do capital, e os três maiores, 65%; na França, como visto na subseção 2.2.5, esses números eram, respectivamente, 52%, 62% e 68%³⁰⁶.

Como se procurou demonstrar no capítulo precedente, o mercado de capitais brasileiro mudou significativamente no séc. XXI. Nos anos seguintes ao da publicação do *White Paper on Corporate Governance in Latin America* surgiram as primeiras companhias brasileiras de capital pulverizado. Nesta subseção verificar-se-á se são casos isolados ou se elas refletem o momento do mercado de capitais brasileiro.

Em 2007 Érica Gorga empreendeu uma pesquisa sobre a concentração acionária das companhias listadas na Bovespa. Eis as participações médias do maior, três maiores e cinco maiores acionista no capital das sociedades brasileiras segundo essa pesquisa³⁰⁷:

Participação do maior acionista	Participação dos 3 maiores acionistas	Participação dos 5 maiores acionistas
44,73%	58,64%	64,24%

³⁰⁵ ORGANIZATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. *White Paper on Corporate Governance in Latin America*. Disponível em: <<http://www.oecd.org>>. Acesso em 1º de janeiro de 2012, p. 53.

³⁰⁶ EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK. *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*. Disponível em: <www.csd.bg/fileSrc.php?id=10155>. Acesso em 17 de janeiro de 2012, p. 46.

³⁰⁷ Índices calculados pelo autor a partir das tabelas das pp. 86-87 (GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/clsoops_papers/42>. Acesso em 6 de outubro de 2012.

Veja-se que se a variação é modesta, ela é significativa e representa um período de apenas 4 anos.

Essa redução foi acompanhada de uma igual redução na participação dos maiores acionistas no capital votante. Pesquisa realizada por André Carvalho da Silva e Ricardo Leal em 2000 apontou a participação dos maiores acionistas no capital votante das companhias brasileiras³⁰⁸:

Participação do maior acionista	Participação dos 3 maiores acionistas	Participação dos 5 maiores acionistas
72%	85%	87%

Com base nos dados de Érica Gorga pode-se deduzir que a participação dos maiores acionistas das sociedades brasileiras no seu capital votante em 2007 era a seguinte³⁰⁹:

Participação do maior acionista	Participação dos 3 maiores acionistas	Participação dos 5 maiores acionistas
59%	75%	79%

A variação é significativa.

Os dados permitem ainda uma constatação interessante: as sociedades de capital disperso cresceram consideravelmente. Em 1997, em apenas 3% das sociedades anônimas brasileiras de capital aberto o maior acionista detinha 20% ou menos das ações com direito a voto³¹⁰. Esse percentual é hoje de 15,82%³¹¹ – um crescimento de pouco mais de 500%.

³⁰⁸ SILVA, André Carvalho da and LEAL, Ricardo P.C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em 6 de outubro de 2012.

³⁰⁹ Índices calculados pelo autor a partir das tabelas das pp. 86-87 (GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/42>. Acesso em 6 de outubro de 2012.

³¹⁰ Conforme SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 13 de janeiro de 2012.

³¹¹ Conforme pesquisa realizada pelo autor a partir da *Economática*.

Além disso, as sociedades em que o maior acionista detinha entre 20% e 50% do capital passaram de 19% para 37,43%³¹² — um crescimento de quase 200%.

Conclui-se então (I) que as sociedades de controle pulverizado ou minoritário se tornaram muito mais comuns na última década, respondendo hoje por 53,25% das sociedades, contra 14,2% em 1997³¹³; e (II) que parece haver uma tendência à desconcentração.

Como se vê, sociedades como a Renner S.A. não devem ser tratadas como um fenômeno isolado, descartável como uma anomalia na história do mercado de capitais brasileiro. Pelo contrário, elas parecem revelar uma tendência do mercado — não necessariamente à substituição de um modelo por outro, como ocorreu no *UK*, mas à convivência entre diferentes perfis acionários.

Os controles pulverizado e minoritário impõem ao direito societário desafios diferentes daqueles postos pelas sociedades de controle majoritário. Como destaca Eduardo Secchi Munhoz,

No sistema norte-americano [ou britânico], a separação entre propriedade e controle decorre da diluição do capital e de o poder de comando empresarial ser exercido pelos administradores. Assim, o foco central do direito societário norte-americano são os problemas que decorrem do conflito entre coletividade acionária e administradores. No Brasil, pelo contrário, o sistema é de um controle fortemente concentrado, de modo que o conflito central a ser regulado é o que se estabelece entre [acionista] controlador e [acionistas] não-controladores³¹⁴.

Essa diferença se manifesta também no campo da remuneração, especialmente quando se leva em conta não somente seu montante total, mas também sua composição.

Pesquisa recente demonstra que as companhias brasileiras em que nenhum acionista ou grupo de acionistas ligado por laços familiares ou acordo de acionistas possui maioria absoluta do capital os diretores pagam remuneração 89% maior a suas diretorias, e 82% maior a seus conselheiros de administração.³¹⁵ Além disso, um aumento de 1% na participação acionária total dos cinco maiores acionistas de uma companhia aberta implica em uma redução de

³¹² Conforme dados de Conforme SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 13 de janeiro de 2012; e da *Economática*.

³¹³ SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 13 de janeiro de 2012, p. 13.

³¹⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direito societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e difuso. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 119-157, p. 124.

³¹⁵ PINTO, Marcos Barbosa e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Dispersão e remuneração dos administradores*. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2012, pp. 13 e 17.

1,76% na remuneração total da diretoria, e 1,63% na remuneração total dos conselheiros de administração..

Mas não é apenas o valor máximo que distingue a remuneração paga por companhias de capital disperso a seus administradores daquela paga por companhias com controle definido.

Em companhias de capital pulverizado, em que os administradores não possuem uma participação relevante no capital, a remuneração é um instrumento para induzir os administradores a agir no interesse dos acionistas, mesmo quando — consciente ou inconscientemente — estiverem agindo em interesse próprio.

Já nas companhias de controle concentrado é comum que os administradores tenham vínculos com a própria companhia ou seus acionistas para além da relação de administração: por exemplo, uma participação acionária significativa; relações familiares ou políticas; ou subordinação profissional. Quando não possuem esse tipo de vínculo, são monitorados de perto pelos principais acionistas, cuja elevada participação no empreendimento justifica os custos da monitoria. Isso reduz a necessidade de prover incentivos através de remuneração e permite aos acionistas não somente pagar menos, mas também pagar privilegiar a remuneração fixa sobre a variável.

No próximo capítulo analisar-se-á a relação entre administradores e companhia e seu impacto sobre a remuneração sob uma perspectiva econômica. O objetivo é gerar subsídios para a análise da adequação da disciplina da remuneração no direito brasileiro a um cenário em que companhias de controle concentrado convivem com companhias de controle disperso.

3 SEPARAÇÃO ENTRE PROPRIEDADE E CONTROLE, *AGENCY PROBLEM* E REMUNERAÇÃO

Na retórica tradicional dos negócios a sociedade pertence aos acionistas e é gerida para eles e em seu benefício. O controlador, ao exercer suas funções, deve ter sempre em mente o interesse de *todos* os acionistas, e da mesma forma os administradores, sejam conselheiros ou diretores.

Contudo esse discurso nem sempre se reflete na prática — não raramente observam-se gestores utilizarem a companhia em proveito próprio, empregando familiares sem qualificação adequada ou recebendo remunerações incompatíveis com o porte da empresa, por exemplo. Berle e Means já identificaram esse conflito:

The separation of ownership from control produces a condition where the interests of the owner and of ultimate manager may, and often do, diverge, and where many of the checks which formerly operated to limit the use of power disappear³¹⁶.

O economista e o jurista americanos identificaram cinco graus de separação entre propriedade acionária (*ownership*) e controle (*control*) do empreendimento: (1) controle através da propriedade completa ou quase completa das ações, (2) controle majoritário, (3) controle através de um mecanismo legal sem maioria, (4) controle minoritário, e (5) controle gerencial³¹⁷.

Esses graus de separação entre propriedade e controle resultam em relações diferentes entre controladores e minoritários. No caso da propriedade quase completa das ações, é provável que os minoritários estejam cientes de que pouco ou nada poderão fazer para impedir o controlador de gerir a companhia no seu interesse e esperem apenas e não obstante essa circunstância obter algum retorno financeiro; já no caso do controle gerencial, embora os minoritários não tenham expectativa de influenciar decisivamente o controle da sociedade, eles têm a expectativa de que os administradores serão mais profissionais, tratando-os quase como consumidores.

Em qualquer caso há sempre o risco de os controladores se apropriarem indevidamente de bens ou direitos da companhia. Contudo, esses riscos, e especialmente as respostas pos-

³¹⁶ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World, Inc., 1967, p. 7.

³¹⁷ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World, Inc., 1967, p. 67.

síveis a eles, variam de acordo com o tipo de controle — e não só em grau, mas também em espécie.

Neste capítulo analisar-se-ão esses riscos e as respostas a eles a partir da perspectiva da *agency theory*, uma teoria econômica sobre relações de representação³¹⁸. Ao final discutir-se-á o papel da remuneração na solução do problema de representação, o que fornecerá subsídios para a análise da disciplina da matéria, que virá nos capítulos seguintes.

3.1 *Agency theory* ou teoria da representação

Uma relação de *agency*, no direito anglo-saxão, é uma relação de representação. São exemplos dessa relação aquelas entre mandante e mandatário; curador e curatelado; *beneficiary* e *trustee*; e acionistas e administradores.

Os economistas tomaram a expressão e ampliaram seu conceito para designar qualquer relação em que uma pessoa (o *principal*) contrata³¹⁹ outra (o *agent*) para prestar certo serviço em seu benefício, delegando certa autoridade para tomar decisões.

Muitas relações incluem um componente de *agency*. Mesmo nos níveis mais baixos da hierarquia empresarial — entre supervisor e operador, por exemplo — encontra-se algum grau de delegação de competência para tomar decisões. Mas o caso de investidores e empresários é paradigmático por envolver um grau elevado de delegação de poder decisório e dificuldade em estabelecerem-se mecanismos de controle.

Não à toa é esse o principal campo de pesquisa dos que se dedicam ao estudo da *agency theory* — e também o tema deste trabalho. Sendo assim, analisar-se-á a teoria da representação a partir dessa perspectiva.

³¹⁸ *Agency theory* é frequentemente traduzida literalmente, como *teoria da agência*. *Agency*, em inglês, tem um sentido próximo de representação — tal como o contrato de agência, previsto pelo Código Civil. O autor acredita que traduzir *agency theory* como teoria da representação seja mais adequado, por transmitir de forma mais clara e imediata o sentido original da expressão. Sempre que se usarem expressões como *teoria da representação*, *conflito de representação* ou similares estar-se-á fazendo referência à *agency theory*.

³¹⁹ *Contratar* é usado aqui no sentido econômico — constituir uma relação bilateral voluntária. Não necessariamente se estabelece um contrato no sentido jurídico do termo.

3.1.1 Os fundamentos da teoria da representação

A teoria da representação tem origens bastante modernas. Seu desenvolvimento ocorreu na década de 1970 e deve-se ao trabalho de quatro economistas estadunidenses — Kenneth Arrow, Stephen Ross, Michael Jensen e William Meckling³²⁰.

A *agency theory* pressupõe que *principal* e *agent* são auto-interessados e que seus interesses podem divergir (e de fato frequentemente o fazem), tal como apontam Berle e Means em trecho citado logo acima. Nessas circunstâncias, e ainda conforme Berle e Means, é razoável supor que os *agents* somente atuarão em prol dos *principals* na medida em que seus interesses se confundirem ou forem constrangidos a fazê-lo³²¹.

No que se refere a relações societárias, segundo a teoria da representação os interesses de representantes e representados convergirão na medida em que aqueles (personificados nos controladores) sejam também sócios do empreendimento. Em uma sociedade unipessoal em que o único participante é também administrador, *principal* e *agent* confundir-se-ão e não haverá divergência nem problema de representação.

No entanto, na medida em que a participação do controlador no capital diminui, aumenta a divergência entre seus interesses e aqueles da coletividade dos sócios enquanto tais. Se a participação do controlador for de 95%, por exemplo, ele arcará com 95% dos custos de suas decisões, receberá 95% do retorno e ainda gozará de quaisquer outros benefícios que tais decisões possam lhe trazer: mais poder, por exemplo, se a decisão implicar uma expansão da companhia, ou um escritório mais confortável em uma nova sede. Mas os acionistas minoritários, donos dos 5% restantes não receberão esse “bônus”. Veja-se que o mesmo raciocínio vale para decisões difíceis, como a demissão de empregados: ainda que seja vantajoso para a companhia, o controlador pode não querer arcar com o ônus de se responsabilizar pela deci-

³²⁰ São os seguintes os trabalhos seminais na área: ARROW, Kenneth. *Essays in the Theory of Risk Bearing*. Chicago: Markham, 1971; ROSS, Stephen. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. In: *American Economy Review*, v. 63, n. 2, May 1973, pp. 134-139; e JENSEN, Michael e MECKLING, William. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, October 1976, pp. 305-360.

³²¹ “have we any justification for assuming that those in control of a modern corporation will also choose to operate it in the interests of the owner? The answer to this question will depend on the degree to which the self-interest of those in control may run parallel to the interests of ownership and, insofar as they differ, on the checks on the use of power which may be established by political, economic, or social conditions” (BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World, Inc., 1967, pp. 113-114).

são³²². Isso cria divergências entre investidores e empresários, que constituem o problema de representação e que serão detalhadas na subseção seguinte.

3.1.2 Principais fontes do conflito de representação

O exercício do controle propicia a extração de ganhos privados, não compartilhados com os sócios minoritários, tal como aqueles referidos logo acima. Nessa categoria pode-se citar diversos exemplos: contratação de amigos ou parentes, aquisição de veículos de luxo para uso dos controladores, etc. Em novembro de 2012 o Grupo Casino, que no mesmo ano adquirira o controle do Grupo Pão de Açúcar, anunciou que cortaria despesas de segurança e transporte privados das famílias Klein e Diniz (antigas controladoras) que somavam cerca de R\$ 98 milhões³²³. Trata-se de um perfeito exemplo de confusão entre as esferas pessoal e corporativa e extração de ganhos privados por parte dos controladores.

Se essa é a forma mais dramática do conflito de representação se manifestar, não é a única. O *rent seeking*, por exemplo, consiste na manipulação de condições econômicas ou políticas para obter ganhos privados. No âmbito empresarial a principal modalidade de *rent seeking* é a chamada *contabilidade criativa*, que resultou nos escândalos *Enron* e *Parmalat*, dois dos maiores do século XXI.

Para Jensen e Meckling, o mais importante conflito decorre da possibilidade de leniência ou desleixo por parte dos *agents*. Seu incentivo para dedicar esforços ao empreendimento é diretamente proporcional a sua participação nele. Como destacam os autores, evitar os custos pessoais e a ansiedade associados à busca e exploração de oportunidades de ganhos é uma utilidade (no sentido econômico do termo), do ponto de vista pessoal³²⁴.

³²² “If a wholly-owned firm is managed by the owner, he will make operating decisions that maximize his utility. These decisions will involve not only the benefits he derives from pecuniary returns but also the utility generated by various non-pecuniary aspects of his entrepreneurial activities such as the physical appointments of the office, the attractiveness of the office staff, the level of employee discipline (...) If the manager owns only 95 percent of the stock, he will expend resources to the point where the marginal utility derived from a dollar’s expenditure of the firm’s resources on such items equals the marginal utility of an additional 95 cents in general purchasing power (i.e., his share of the wealth reduction) and not one dollar” (JENSEN, Michael e MECKLING, William. Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, October 1976, pp. 305-360, p. 312). Vide ainda gráfico na p. 316.

³²³ MATTOS, Adriana. Correção: Pão de Açúcar corta despesas dos Diniz e Klein. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 8 de fevereiro de 2013.

³²⁴ “it is likely that the most important conflict arises from the fact that as the manager’s ownership claim falls, his incentive to devote significant effort to creative activities such as searching out new profitable ventures falls. He may in fact avoid such ventures simply because it requires too much trouble or effort on his part to manage or to learn about new technologies. Avoidance of these personal costs and the anxieties that go with them also represent a source of on-the-job utility to him and it can result in the value of the firm being substantially lower than it otherwise could be” (JENSEN, Michael e MECKLING, William. Agency Costs and Ownership Structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, October 1976, pp. 305-360, p. 12).

A faceta mais sutil do conflito de representação refere-se à gestão dos riscos da empresa. Jensen e Fama argumentam que a separação entre propriedade e controle é eficiente quando houver economias de escala na produção que (I) só possam ser capturadas mediante uma estrutura hierárquica complexa de decisões que exijam habilidades decisórias especializadas; (II) gerem riscos elevados para os investidores; e (III) exijam investimentos elevados para a aquisição de ativos de risco e para a remuneração dos agentes integrados na organização³²⁵. Em outras palavras, a separação entre propriedade e controle decorre da necessidade de diferenciar os papéis de investidor e empresário, na medida em que as habilidades necessárias para gerenciar empreendimentos e a disposição a correr riscos não ocorrem necessariamente nos mesmos indivíduos.

Outra maneira de perceber que os riscos do empreendimento são um fator fundamental para a separação entre propriedade e controle é considerar a possibilidade de financiamento através de crédito. Quanto maior o risco do empreendimento, mais altos serão os juros cobrados pelo mutuante. Captar recursos através de participação no capital se tornará vantajoso na medida em que os juros se tornarem elevados.

Os acionistas minoritários, portanto, são tomadores de risco, e a matemática financeira comprova isso.

A variância de um ativo financeiro — uma medida da frequência e magnitude com que seu valor se distancia do esperado — é um indicativo do risco que lhe é subjacente³²⁶. O valor de uma opção de compra europeia (que só pode ser exercida no seu vencimento) é diretamente proporcional a sua variância, e as ações de uma companhia que tenha contraído débitos

³²⁵ FAMA, Eugene F e JENSEN, Michael C. Agency Problems and Residual Claims. In: *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, June 1983, pp. 327-349, p. 333.

³²⁶ MERTON, Robert C. Theory of rational option pricing. In: *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 4, n. 1, Spring 1973, pp. 141-183. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/3003143>>. Acesso em 16 de julho de 2011, Apêndice 2.

equivalem financeiramente a opções de compra desse gênero³²⁷. Sendo assim, entre dois projetos de mesmo retorno esperado aquele de maior risco é preferível aos acionistas.

Os empresários, porém, têm uma tendência a serem avessos a riscos. Eles fazem um grande investimento de capital humano na empresa, e a ruína do empreendimento resulta na perda de uma parcela muito significativa desse capital humano: em parte porque ele é específico ao empreendimento, em parte porque ele significa o fim de sua ocupação e a necessidade de buscar outra, e em parte ainda porque implicará em uma perda de reputação (o que por sua vez influenciará suas perspectivas futuras de remuneração)³²⁸. Caso a participação do empresário no empreendimento represente uma parcela substancial de sua riqueza, ele terá mais um incentivo para reduzir os riscos.

Por fim, se a companhia for também uma tomadora de crédito (o que é no mínimo muito provável), os administradores sofrerão ainda pressão dos mutuantes para reduzir os riscos do empreendimento.

A intensidade com que esses conflitos se manifestam tende a ser inversamente proporcional à participação dos controladores no capital³²⁹. Mas o conflito de representação em sociedades de capital disperso e concentrado se diferencia também por suas soluções possíveis.

³²⁷ “It is not generally realized that corporate liabilities other than warrants may be viewed as options. Consider, for example, a company that has common stocks and bonds outstanding and whose only asset is shares of common stock of a second company. Suppose that the bonds are “pure discount bonds” with no coupon, giving the holder the right to a fixed sum of money, if the corporation can pay it, with a maturity of 10 years. Suppose that the bonds contain no restrictions on the company except a restriction that the company cannot pay any dividends until after the bonds are paid off. Finally, suppose that the company plans to sell all the stock it holds at the end of 10 years, pay off the bondholders if possible, and pay any remaining money to the stockholders as a liquidating dividend.

Under these conditions, it is clear that the stockholders have the equivalent of an option on the company's assets. In effect, the bondholders own the company's assets, but they have given options to the stockholders to buy the assets back. The value of the common stock at the end of 10 years will be the value of the company's assets minus the face value of the bonds, or zero, whichever is greater” (BLACK, Fischer; e SCHOLLES, Myron. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: *The Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, May-Jun 1973, pp. 637-654, pp. 649-650). A restrição ao pagamento de dividendos é um pressuposto da teoria pois a distribuição de lucros aos acionistas desequilibraria a relação a seu favor. Esse pressuposto, porém, pode ser relaxado se se pressupor que os juros cobrados pelos credores refletirão a possibilidade de distribuições futuras de dividendos.

³²⁸ Para o desenvolvimento deste argumento vide FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, Apr. 1980, pp. 288-307, pp. 291-292.

³²⁹ A aversão a riscos decorrente da representatividade da participação no capital do empreendimento na riqueza total do controlador, referida logo acima, não depende dessa participação representar uma parcela elevada do capital. As duas circunstâncias tendem a se verificar em conjunto, mas isso não afeta o argumento de que o conflito de representação tende a ser maior quanto menor a participação do controlador no empreendimento. Conforme a teoria exposta logo acima, todas as outras variáveis permanecendo constantes o risco beneficia os acionistas. Se a participação do controlador no capital for elevada, ele se apropriará da maior parte dos ganhos gerados pelo risco, o que neutraliza seu incentivo para reduzi-lo.

3.2 *Agency theory* e remuneração

Para reduzir o conflito entre controladores e minoritários as partes podem utilizar certos arranjos contratuais. Jensen e Meckling classificam esses arranjos em dois gêneros: (I) incentivos e monitoria e (II) *bonding*, cuja melhor tradução nesse contexto seria “garantias”. Os do primeiro gênero são criados pelos representados para incentivar os representantes a agir no seu interesse e monitorar seu desempenho; os do segundo são estabelecidos pelos representantes para assegurar os representados de que agirão nos seus interesses³³⁰.

Perceba-se que ambas as partes têm interesse em reduzir os custos de representação. *A priori* pode-se pensar que quem os suporta são os representados. No entanto, em um mercado de capitais eficiente os investidores imporão um desconto aos títulos emitidos pela companhia controlada pelos representantes como forma de compensar antecipadamente as perdas que supõem que virão a sofrer em decorrência do conflito de representação, o que faz com que os representantes suportem seus custos e os incentive a adotar soluções para minimizá-los.

Cabe registrar que além desses arranjos contratuais, forças de mercado atuam para controlar o conflito de agência. Eugene Fama argumenta que o desempenho dos administradores afeta suas perspectiva salariais futuras, o que lhes incentiva a agir corretamente³³¹. Oliver Hart sustenta que a concorrência enfrentada pela empresa limita a possibilidade do controlador extrair ganhos privados, pois isso é ineficiente e uma companhia ineficiente tende a ser eliminada do mercado³³². No caso das companhias de controle minoritário ou disperso a possibilidade de uma oferta pública de aquisição hostil tem o mesmo efeito.

Na *agency theory* a remuneração é pensada como um mecanismo contratual de incentivo. Entre os primeiros a desenvolver essa linha de pesquisa estão Mirrlees³³³ e Grossman e Hart³³⁴. Seus trabalhos exploram o que ainda eram novas linhas de pesquisa e analisam o uso de incentivos sob a perspectiva da teoria da representação de uma forma geral. Os primeiros artigos a abordar diretamente o uso da remuneração como uma forma de incentivo aos admi-

³³⁰ JENSEN, Michael e MECKLING, William. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, October 1976, p. 308.

³³¹ FAMA, Eugene. Agency problems and the theory of the firm. In: *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, Apr. 1980, pp. 288-307, p. 292.

³³² HART, Oliver D. The Market Mechanism as an Incentive Scheme. In: *The Bell Journal of Economics*, v. 14, n. 2, Sept.-Nov 1983, pp. 366-382.

³³³ MIRRLEES, James A. The Optimal Structure of Incentives and Authority Within an Organization. In: *Bell Journal of Economics*, v. 7, n. 1, Mar-May 1976, pp. 105-131.

³³⁴ GROSSMAN, Sanford J. e HART, Oliver D. An Analysis of the Principal-Agent Problem. In: *Econometrica*, v. 51, n. 1, Jan. 1983, pp. 105-131.

nistradores e alinhamento de seus interesses aos dos acionistas foram publicados por Michael Jensen e Kevin Murphy em abril e maio de 1990.

No primeiro desses trabalhos os autores demonstraram que, na média uma variação de US\$ 1.000,00 no valor das companhias estadunidenses tinha um impacto de apenas US\$ 3,25 na riqueza de seus CEOs³³⁵. No segundo, eles criticaram a tendência dos meios de comunicação e dos agentes políticos a darem atenção ao valor total da remuneração dos administradores de companhias, sem no entanto questionar a relação entre remuneração e desempenho — questão que consideravam crítica, tendo em vista os resultados de sua pesquisa publicada um mês antes³³⁶.

Desse momento em diante a produção acadêmica sobre o tema cresceu exponencialmente, a maior parte dela dedicada a testar empiricamente a relação entre remuneração e desempenho e as previsões da *agency theory*. Murphy oferece um bom panorama das pesquisas publicadas até o final da década de 1990³³⁷. As companhias estadunidenses também mudaram a forma de remunerar seus administradores; a parcela variável, que correspondia a aproximadamente 46% da remuneração total em 1992, passou a representar 64% da remuneração³³⁸.

Toda essa produção leva em conta as condições do mercado estadunidense, em que há elevado grau de separação entre propriedade e controle. Para que se possa fazer uso da *agency theory* no Brasil, especificamente no que se refere à remuneração, objeto deste trabalho, é necessário avaliar como elas são afetadas pela alteração das condições de mercado — de pulverizado a concentrado.

3.3 Remuneração, *agency theory* e controle

A teoria da representação supõe a separação entre propriedade e controle; eliminada essa condição, o problema de que ela se ocupa desapareceria.

³³⁵ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin. Performance Pay and Top-Management Incentives. In: *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, Apr. 1990, pp. 225-264.

³³⁶ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin. *CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=146148>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013.

³³⁷ MURPHY, Kevin S. *Executive Compensation*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=163914>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013.

³³⁸ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin. *Remuneration: Where we've been, how we got there, what are the problems and how to fix them*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=561305>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013. A rubrica “outros”, usada pelos autores, não foi considerada por ser demasiado obscura, mas ela inclui remuneração por ações, o que elevaria a representatividade da remuneração variável no cálculo.

Não surpreende, portanto, que entre as recomendações de Jensen e Murphy para minimizar o problema da remuneração dos administradores de companhias estadunidenses se encontre a seguinte: “CEOs should own substantial amounts of company stock”³³⁹.

Essa parece ser uma solução demasiado simplista considerando-se a realidade do direito societário brasileiro. A experiência pátria demonstra que quando os administradores possuem uma parcela elevada do capital o conflito se transfere da relação investidores-administradores para a relação investidores-controladores.

A propriedade de um bloco de ações que assegure o controle no âmbito das decisões da assembleia geral resulta quase que inevitavelmente na captura das posições-chave da administração. Veja-se, por exemplo, o caso de Vulcabrás/Azaléia S.A., companhia aberta listada na Bovespa. A família Bartelle, detentora (direta e indiretamente) de mais de 50% do capital da sociedade, ocupa a presidência e vice-presidência do conselho de administração, além das funções de diretor presidente e diretor de operações para a Argentina (e diretor presidente da filial local)³⁴⁰. A ocupação dessas posições-chave confere ampla discricionariedade aos controladores-administradores, permitindo-lhes extrair ganhos privados de forma mais eficiente e segura do que aquelas à disposição de administradores com reduzida participação no capital. Por outro lado, reduz-se a atratividade do comportamento leniente e a necessidade de equacionar o risco a que estão expostos os administradores.

Veja-se que o controle familiar não altera essas considerações. Nesse caso, ao invés de extraírem ganhos para si, os membros da família tenderão a beneficiar a família como um todo, empregando parentes, por exemplo. Os incentivos, por sua vez, far-se-ão menos necessários devido ao compromisso moral dos ocupantes de posições-chave com o patrimônio da família e à existência de uma estrutura familiar paralela à empresarial, que oferece oportunidades adicionais e complementares de satisfação e ganho³⁴¹.

Conforme exposto na seção 3.2, no caso dos administradores possuírem uma parcela muito reduzida do capital faz-se necessário vincular seus rendimentos ao retorno que proporcionam aos investidores, o que é usualmente feito através do uso da remuneração variável. Como isso expõe os administradores a um risco adicional — é esse um de seus objetivos — a tendência é que os valores envolvidos sejam mais elevados, pois os agentes econômicos em

³³⁹ JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin. *CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=146148>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013, p. 7.

³⁴⁰ Fontes: formulário de referência 2013, versão 2, de Vulcabrás/Azaléia S.A.

³⁴¹ SCHULZE, William S.; LUBATKIN, Michael H.; DINO, Richard N.; e BUCHHOLTZ, Ann K. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. In: *Organizational Science*, v. 12, n. 2, Mar.-Apr. 2001, pp. 99-116.

regra valorizam mais um retorno certo que um incerto³⁴². Além disso, é necessário neutralizar parte do risco oferecendo certa garantia aos administradores no caso de resultados muito ruins, sob pena de incentivá-los a serem excessivamente cautelosos, agravando-se o problema que se pretendia resolver³⁴³. Pode-se obter esse resultado mediante uma remuneração fixa mais elevada ou uma remuneração variável cujo valor seja uma função convexa do resultado financeiro da companhia.

Pelo exposto nos parágrafos acima percebe-se que nas companhias de capital disperso há uma maior necessidade de vincular-se os ganhos dos administradores ao retorno que proporcionam aos acionistas. Isso não se reflete apenas numa remuneração mais elevada, mas também uma remuneração que ajuste adequadamente o risco a que estão sujeitos os administradores e que considere o curto, médio e longo prazo.

Em um ambiente em que sociedades de capital disperso e concentrado convivem lado a lado o direito precisa ser capaz de acomodar essa diversidade, sob pena de favorecer uma das opções. Como se viu neste capítulo, esses diferentes perfis têm impacto sobre a remuneração dos administradores, e por isso também a disciplina da remuneração precisa ser capaz de abrigar tal diversidade. Nos capítulos seguintes analisar-se-á o direito societário brasileiro e britânico e sua relação com a estrutura da propriedade acionária. No caso do Brasil, analisar-se-á ainda se ele está preparado para lidar com as modificações na propriedade acionária ocorridas na primeira década do século XXI e suas tendências para o futuro, tal como exposto na subseção 2.3.6.

³⁴² BEBCHUK Lucian e FRIED, Jesse. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge (Massachusetts): Harvard University Press, 2004, p. 19.

³⁴³ GROSSMAN, Sanford J. e HART, Oliver D. An Analysis of the principal-Agent Problem. In: *Econometrica*, v. 51, n. 1, Jan. 1983, pp. 7-49, pp. 28-29.

4 A REMUNERAÇÃO DOS ADMINISTRADORES DE SOCIEDADES NO DIREITO BRITÂNICO

Adverte Ascarelli que “antes de proceder ao estudo das várias soluções jurídicas no direito comparado, isto é, antes mesmo de proceder à colheita e à elaboração do material jurídico, é necessário estabelecer uma exata identificação do problema que se pretende estudar comparativamente”³⁴⁴.

Com este capítulo inicia-se a análise jurídica do objeto deste trabalho; os antecedentes visaram a estabelecer as bases necessárias para essa análise, tal como preconizado pelo mestre italiano. Como forma de ligar essas duas partes far-se-á abaixo uma breve recapitulação do até aqui exposto.

Iniciou-se com um apanhado histórico com vistas a demonstrar a função econômica da sociedade por ações, ligada à dispersão acionária e à distribuição do risco (o que foi reforçado na subseção 3.1.2).

Após, expôs-se a configuração da propriedade acionária no *UK* e examinaram-se os fatores que levaram a ela. O objetivo era obter subsídios para compreender o momento atual do mercado de capitais brasileiro e as tendências quanto a propriedade e controle no Brasil em um futuro próximo.

Em seguida investigou-se a história do mercado de capitais e da propriedade acionária no Brasil. Guiou essa análise a hipótese de que sem um mercado de capitais ativo e desenvolvido fica prejudicada a possibilidade de separação entre propriedade e controle — o que se confirmou duplamente: a história demonstra que o capital das companhias brasileiras concentrou-se na medida em que o mercado de capitais perdeu importância como fonte de financiamento, iniciando uma trajetória de dispersão quando as condições institucionais e econômicas passaram a novamente permitir que as bolsas de valores exercessem seu papel.

Através dos argumentos desenvolvidos no segundo capítulo espera-se ter demonstrado que, mantidas as condições que permitiram a retomada do mercado de capitais brasileiros na primeira década do século XXI, é plausível supor que nos próximos anos as companhias de capital disperso tornar-se-ão mais comuns e passarão cada vez mais a dividir espaço com aquelas de capital concentrado.

³⁴⁴ ASCARELLI, Tullio. Premissas ao Estudo do Direito Comparado. In: _____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, pp. 31-97, p.87.

No capítulo 3 abordou-se a *agency theory*, uma teoria econômica que estuda a relação entre representantes e representados. Em consonância com o tema deste trabalho conferiu-se especial ênfase à relação entre investidores, controladores e administradores em companhias de capital concentrado e disperso e suas consequências sobre a remuneração de administradores. Esclareceram-se assim os desafios impostos ao direito para a disciplina de remuneração em cenários nos quais se encontram cada um — ou ambos — desses perfis acionários.

Chega-se ao capítulo 4, portanto, tendo-se estabelecido (I) a distribuição da propriedade acionária e a forma de controle preponderantes no *UK* e no Brasil; (II) as forças históricas que levaram a essas configurações; e (III) suas consequências para a disciplina da remuneração. Com isso tem-se por definido satisfatoriamente o problema cujas soluções propostas pelos direitos britânico e brasileiro se compararão, tal como recomendado por Ascarelli.

O direito britânico não foi escolhido para ser parte deste trabalho gratuitamente. Trata-se de um sistema jurídico adaptado à existência de companhias de capital disperso, e que por isso pode ser útil àquele que se propõe a investigar as possibilidades do direito brasileiro para um cenário em que tais companhias ganham espaço. Sendo assim, iniciar-se-á pelo direito britânico, de forma que ao abordar-se o direito brasileiro possa-se fazer pleno uso de suas contribuições.

Este capítulo foi dividido por matérias, sem a introdução histórica feita naquele que lhe segue. Como o direito britânico decorre primordialmente de decisões judiciais, não faz sentido dividi-lo em períodos, pois o que se tem é uma linha contínua de evolução, ao contrário do que ocorre nos países de *civil law*, em que uma nova lei marca um ponto de ruptura.

A divisão das matérias, por sua vez, precisa respeitar as distinções processuais. Na *common law*, assim como no direito romano, o direito subjetivo decorre da ação, ao contrário do direito brasileiro, em que a todo direito corresponde uma ação. Não se pode, dessa forma, descuidar-se do fato de que uma mesma ofensa ao direito pode ser remediada através de diferentes ações, com consequências próprias.

Este capítulo está dividido em cinco seções, dedicada cada uma a uma matéria e subdivididas conforme necessário. Uma sexta seção trata das discussões atualmente em andamento no *UK* para a reforma da disciplina da remuneração. Trata-se de uma questão muito em voga naquele país, e observar as críticas feitas pelos britânicos a seu próprio ordenamento permitirá melhor compreender suas virtudes e limitações.

4.1 Presunção de gratuidade e competência para estabelecer a remuneração

No direito britânico presume-se a gratuidade do exercício da administração. Segundo Davies, isso se deve às origens do direito societário britânico³⁴⁵, vinculada ao instituto do *trust*, e *trustees* “are prohibited from benefitting from their position unless the ‘trust deed’ (in this case the articles of association) allows”³⁴⁶. No entanto, na imensa maioria dos casos o estatuto ou a assembleia fixam algum tipo de remuneração³⁴⁷.

A regra na *common law* é que a fixação da remuneração seja de competência da assembleia. No entanto, se admite a delegação dessa competência à própria diretoria³⁴⁸, o que era o costume³⁴⁹ e se tornou o padrão legal com o advento do *Companies Act 2006*: os *Model Articles for Private Companies Limited by Shares* e *Model Articles for Public Companies*, em suas *sections* 19 e 23, respectivamente, prevêm que os diretores determinem suas próprias remunerações³⁵⁰⁻³⁵¹.

Não há dúvida de que isso coloca os diretores em um grave conflito de interesses. No entanto, considera-se que ao concordar com a autorização estatutária conferida aos administradores os acionistas aceitam correr tal risco. Sendo assim, em regra os tribunais britânicos se recusam a julgar o mérito da remuneração se sua estipulação houver observado os procedimentos cabíveis³⁵². Os limites dessa regra serão discutidos na seção seguinte.

³⁴⁵ Por *direito societário* entenda-se *companies law*, excluído portanto o *partnerships law*, considerado um ramo à parte. Ao contrário do direito brasileiro, que trata os diversos tipos societários como espécies do gênero *sociedade*, o direito britânico trata as *partnerships* e as *companies* como dois institutos completamente diversos.

³⁴⁶ DIGNAM, Alan. *Hicks & Goo’s Cases & Materials on Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 321.

³⁴⁷ “Reflecting the trust origins of the company, a director is not entitled to a fee for acting as such, unless the articles or a resolution of the company makes provision for such payments, as they invariably will” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, pp. 381-382).

³⁴⁸ No sistema britânico há apenas um órgão de administração, o *board of directors*. Os *directors* britânicos equivalem aos conselheiros de administração brasileiros, enquanto os *managing directors* equivalem aos diretores. Todavia, todos são necessariamente *directors* e participam do mesmo órgão. Dessa forma, ao longo deste capítulo referir-se-á aos administradores das companhias britânicas simplesmente como *diretores*.

³⁴⁹ “In UK companies, the standard practice is for the articles of association to empower the board to appoint individuals to executive positions and set their remuneration” (CHEFFINS, Brian R. *Company Law: theory, structure and operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997, p. 661).

³⁵⁰ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2008 No. 3229 (*The Companies (Model Articles) Regulations 2008*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 8 de dezembro de 2012.

³⁵¹ Os *model articles* são estatutos padrão, que se aplicam a todas as companhias registradas salvo conforme por elas modificados.

³⁵² “The courts in general will not review the commercial value of salaries awarded to directors if paid according to the correct procedures” (DIGNAM, Alan. *Hicks & Goo’s Cases & Materials on Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 321).

Devido à presunção de gratuidade, caso o estatuto, a assembleia ou a diretoria (conforme aplicável) deixem de fixar uma remuneração os diretores não tem direito a nenhuma forma de compensação pelos serviços prestados. E se os procedimentos estabelecidos no estatuto para a fixação da remuneração não forem observados, o diretor terá de devolver os valores recebidos integralmente, como no caso *Guinness plc v Saunders and another*³⁵³⁻³⁵⁴.

Por outro lado, um prestador de serviços tem direito a receber um valor justo por seu trabalho. No caso *Craven-Ellis v Canons Ltd* a ré foi condenada a indenizar o autor pelos serviços prestados porque o tribunal julgou que ele atuou não na condição de diretor, mas na de corretor de imóveis³⁵⁵. O autor, Sr. Craven-Ellis, havia deixado de ser legalmente diretor da companhia por não ter adquirido a quantidade de ações exigida pelo estatuto para o exercício da função. No entanto, ele continuou atuando normalmente. O tribunal julgou que as funções que ele desempenhava poderiam ser exercidas por alguém que não fosse um diretor, e por isso e pelo fato de juridicamente ele não ser um diretor, o Sr. Craven-Ellis estava livre da presunção de gratuidade. No caso *Guinness plc v Saunders and another*, citado acima, o Sr. Saunders, um advogado, argumentou que havia prestado seus serviços nessa condição, mas o tribunal afastou o argumento, pois o Sr. Saunders era licenciado para atuar em Nova Iorque e os serviços cuja remuneração gerou a discussão judicial haviam sido prestados no *UK* e eram referentes a uma negociação, o que não foi considerado um exercício da advocacia. Nem sempre será fácil estabelecer essa distinção; os tribunais parecem ter se baseado principalmente na natureza dos serviços prestados (e sua pertinência ou não à esfera de atuação de um diretor) e na qualificação do agente para prestá-los. A análise desses critérios, naturalmente, só pode ser feita caso-a-caso.

³⁵³ “Equity forbids a trustee to make a profit out of his trust. The articles of association of Guinness relax the strict rule of equity to the extent of enabling a director to make a profit provided that the board of directors contracts on behalf of Guinness for the payment of special remuneration or decides to award special remuneration. Mr Ward did not obtain a contract or a grant from the board of directors. Equity has no power to relax its own strict rule further than and inconsistently with the express relaxation contained in the articles of association. A shareholder is entitled to compliance with the articles” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Guinness plc v Saunders and another*, [1990] 1 All ER 652).

³⁵⁴ As decisões britânicas são citadas da seguinte forma: Autor v Réu, [Ano de publicação, entre parênteses se o repositório de jurisprudência em questão é numerado continuamente, e não ano a ano] Volume Abreviação do Nome do Repositório de Jurisprudência Página Inicial. No caso acima, por exemplo, trata-se de um recurso interposto por Guinness plc contra Saunders e outro, publicado em 1990 no volume 1 da *All England Law Reports* a partir da página 652. O cabeçalho “United Kingdom of Great Britain and Northern Ireland. House of Lords” foi adicionado pelo autor para conformar as citações às práticas brasileiras de mencionar-se sempre o órgão julgador. O significado de todas as siglas de repositórios de jurisprudência pode ser encontrado em <http://www.legalabbrevs.cardiff.ac.uk>.

³⁵⁵ “As regards the services rendered between 31 December 1930, and 14 April 1931, there is, in my judgment, no defence to the claim. These services were rendered by the plaintiff not as managing director or as a director, but as an estate agent”. (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Craven-Ellis v Canons Ltd*, [1936] 2 All ER 1066).

No caso da companhia firmar um contrato com seus diretores, não se presume sua onerosidade³⁵⁶. Caso seja estabelecida uma remuneração, porém, a companhia não poderá se furtrar de pagá-la³⁵⁷. No caso *Mallone v BPB Industries plc* o tribunal analisou um plano de outorga de opções de compra. Após demitir o Sr. Mallone a companhia cancelou todas as opções que lhe haviam sido outorgadas, valendo-se para tanto de uma cláusula bastante aberta que constava no plano. O tribunal julgou abusivo o cancelamento das opções, pois ainda que o resultado final pudesse ser injusto — ou seja, o diretor pudesse vir a receber uma quantia superior à que se consideraria compatível com seu desempenho — esse era um risco inerente ao contrato, que as partes aceitaram ao contratar³⁵⁸.

A modificação dos estatutos da companhia não afeta os termos do contrato. No entanto, o próprio estatuto não constitui um contrato entre a companhia e os diretores, e pode ser alterado livremente pela companhia sem gerar qualquer direito aos diretores³⁵⁹.

Segundo Cheffins, é com base em seus contratos que os diretores das grandes companhias britânicas recebem a maior parte de sua remuneração³⁶⁰. Para prevenir abusos o direito britânico impõe certas limitações a esses contratos, que serão abordadas ao longo deste capítulo.

³⁵⁶ “There is no implied term in a contract for the supply of services as a director in which remuneration is not settled that the company will pay a reasonable charge” (MAYSON, Stephen; FRENCH, Derek; RYAN, Christopher. *Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 463).

³⁵⁷ “a company is [...] always bound by the contract which it entered into when trying to attract an executive it thought would be of great value”. (MAYSON, Stephen; FRENCH, Derek; RYAN, Christopher. *Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011, p. 463).

³⁵⁸ “I recognise that such share option schemes can lead to controversy. A poorly performing executive may be represented as leaving in failure but with valuable options. Alternatively, the options may not be worth anything or very much at the time of departure, but may subsequently become valuable because of improvements in the performance of his company after his leaving, or because of the rerating of the market. Thus the scheme can operate in a way which might seem arbitrary. But such possibilities are always present. An executive might be able to exercise his options before his departure, perhaps in anticipation of his employer’s displeasure. Considerations such as these, however, are not, it seems to me, a valid reason for treating the whole scheme as a sort of mirage: whereby the executive is welcomed as a participant, encouraged to perform well in return for reward, granted options in recognition of his good performance, led on to further acts of good performance and loyalty, only to learn at the end of his possibly many years of employment, when perhaps the tide has turned and his powers are waning, that his options, matured and vested as they may have become, are removed from him without explanation” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Mallone v BPB Industries plc*, [2002] EWCA Civ 126).

³⁵⁹ “If you can show a contract outside the articles, it is no good altering the articles because you cannot alter the contract outside the articles. [...] But in the absence of an outside contract, an appointment under an article is subject to the power of varying the articles given by s 13 of the Act of 1908” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Shuttleworth v Cox Bros & Co (Maidenhead) Ltd, and others*, [1926] All ER Rep 498).

³⁶⁰ “the amounts involved are modest in comparison with what is paid under executive service contracts” (CHEFFINS, BRIAN R. *Company Law: theory, structure and operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997, p. 661).

4.2 Limites da remuneração

Não se encontra no direito britânico uma regra única que estabeleça claramente limites à remuneração dos administradores; o que se encontra são três vias pelas quais interessados podem questionar aquilo que eventualmente considerem uma remuneração excessiva, cada uma com pressupostos e consequências próprias.

A remuneração dos administradores precisa cumprir as exigências de cada uma dessas três diferentes maneiras de desafiá-la para estar plenamente conforme ao direito. Sendo assim, a maneira mais didática de se formar um conceito completo da disciplina dos limites da remuneração no direito britânico é estudar separadamente cada uma dessas três vias e, após, compilar as conclusões. É esse o caminho que se seguirá nesta seção.

4.2.1 Regra geral

Conforme referido na seção 4.1, caso os procedimentos previstos no estatuto tenham sido seguidos os tribunais ingleses se recusam a revisar o valor da remuneração paga aos administradores. Mas como destaca Davies, isso pressupõe que a decisão sobre a remuneração seja genuína e não, por exemplo, uma distribuição disfarçada de lucros não existentes³⁶¹.

No caso *Hutton v West Cork Railway Company*, julgado pela *Court of Appeal* em 1883, uma companhia férrea que nunca havia remunerado seus diretores aprovou, já em fase final de liquidação, que £ 4.000 fossem usadas para pagar certas despesas da companhia e o saldo fosse destinado aos diretores a título de compensação por serviços passados. A ação, movida por um debenturista, visava a impedir o pagamento do saldo aos diretores.

Para o tribunal, os recursos de uma companhia só podem ser empregados para finalidades razoavelmente incidentais a seu objeto³⁶². A boa-fé não pode ser o único critério, pois “otherwise you might have a lunatic conducting the affairs of the company, and paying away its money with both hands in a manner perfectly bona fide yet perfectly irrational”³⁶³. Isso não significa que a companhia não possa praticar atos de liberalidade, mas que eles devem rever-

³⁶¹ “the decision on remuneration is a genuine one and not an attempt, for example, to make distributions to shareholders/directors where there are no distributable profits” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, pp. 382-383).

³⁶² ““for the purposes which are reasonably incidental to the carrying on of the business of the company” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Hutton v West Cork Railway Company*, [1883 H. 918.]).

³⁶³ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Hutton v West Cork Railway Company*, [1883 H. 918.].

ter em favor da companhia: “The law does not say that there are to be no cakes and ale, but there are to be no cakes and ale except such as are required for the benefit of the company”³⁶⁴. O tribunal concluiu que o pagamento dessa remuneração não reverteria em favor da companhia, pois ela estava em liquidação e os administradores nunca haviam tido nenhuma expectativa de recebê-la (o que poderia ter-lhes motivado a se dedicar a suas funções com maior afinco, beneficiando a companhia), e portanto seria uma liberalidade inadmissível.

Em *Re Lee, Behrens & Co, Ltd*³⁶⁵ a companhia em questão, após a morte de um de seus diretores, atribuiu uma pensão vitalícia a sua viúva. A *Chancery Division* utilizou os critérios estabelecidos em *Hutton v West Cork Railway Company*³⁶⁶ e julgou que a pensão não preenchia os requisitos legais para ser considerada válida. Já em *In re Horsley & Weight Ltd* a *Court of Appeal* analisou o estatuto da companhia e considerou que ele autorizava a diretoria a praticar liberalidades para com seus diretores, viúvas, filhos e dependentes, e em um caso muito semelhante a *Re Lee, Behrens & Co, Ltd* (com exceção dessa particularidade), julgou válida a pensão conferida³⁶⁷.

O caso em que os tribunais britânicos enfrentaram de forma mais imediata a questão dos limites da remuneração foi *Re Halt Garage (1964)*. A companhia *Halt Garage* era administrada por um casal. A esposa veio a adoecer e cessou todas suas atividades profissionais, mas continuou recebendo uma remuneração. Após um certo tempo o marido, observando os conselhos do contador da sociedade, reduziu a remuneração de sua esposa a um valor quase simbólico e aumentou a sua própria na mesma proporção, de forma que os rendimentos do casal como um todo não mudaram. Após a falência da companhia o liquidante processou o casal requerendo a devolução dos valores recebidos pela esposa depois de ela ter cessado de exercer qualquer função, além dos valores que o marido teria recebido em excesso (ou seja, o aumento que havia se concedido).

Segundo o tribunal, desde que a decisão tenha sido tomada de boa-fé não caberia ao judiciário interferir na fixação da remuneração de administradores, ainda que a decisão não

³⁶⁴ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Hutton v West Cork Railway Company*, [1883 H. 918.].

³⁶⁵ *Re e In re* significam algo como “Sobre”.

³⁶⁶ “money can only be spent for purposes reasonably incidental to the carrying on of the company's business, and the validity of such grants is to be tested as is shown in all the authorities by the answers to three pertinent questions: (i) Is the transaction reasonably incidental to the carrying on of the company's business? (ii) Is it a bona fide transaction? and (iii) Is it done for the benefit and to promote the prosperity of the company?” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Lee, Behrens & Co, Ltd*, [1932] All ER Rep 889).

³⁶⁷ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *In re Horsley & Weight Ltd*, [1982] Ch 442.

seja particularmente sábia³⁶⁸. Mas uma remuneração completamente irrazoável pode ser uma evidência de fraude, ou de que “what purported to be remuneration was not remuneration at all but a dressed-up gift”³⁶⁹. Nesse caso não é necessário que o tribunal anule integralmente o pagamento da remuneração; é possível considerar apenas parte dela irrazoável³⁷⁰.

A dificuldade, naturalmente, é estabelecer em que ponto a remuneração deixa de ser a contraprestação por serviços prestados e se torna um presente ou liberalidade. Para o tribunal, é preciso analisar a questão de forma objetiva segundo *standards* de razoabilidade³⁷¹. Aplicaram-se esses critérios e ao final condenou-se a esposa a devolver todos os valores recebidos no período em que ela não prestou quaisquer serviços à companhia. Quanto ao marido a ação foi julgada improcedente, tendo-se levado em conta que ele havia estabelecido sua remuneração de acordo com os conselhos de um profissional, o que indicava a razoabilidade do valor e boa-fé do agente.

São esses os únicos dispositivos do direito britânico que limitam a remuneração de forma geral. É possível extrair deles uma norma segundo a qual a remuneração paga aos administradores deve (a) ser estabelecida de boa-fé; e (b) ser condizente com os negócios da companhia e reverter em seu benefício (*i.e.*, não ser uma liberalidade). A análise de um determinado caso com base nesses requisitos deve ser feita de maneira objetiva e segundo padrões de razoabilidade.

Essa norma não se aplica aos contratos firmados com os diretores, que além de se submeterem à disciplina regular dos contratos (que não é objeto deste trabalho) devem observar certas regras específicas, como se verá na subseção seguinte. Ela parece abranger, contudo, qualquer tipo de remuneração, não tendo os tribunais estabelecido distinções entre remuneração fixa e pensão, como se viu acima, sendo de se esperar que tampouco o fariam para verbas de outros gêneros (como bônus).

³⁶⁸ “Shareholders are required to be honest but, as counsel for the respondents suggests, there is no requirement that they must be wise and it is not for the court to manage the company” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Halt Garage (1964) Ltd*, [1982] 3 All ER 1016).

³⁶⁹ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Halt Garage (1964) Ltd*, [1982] 3 All ER 1016.

³⁷⁰ “it cannot, I think, be right that, where a payment is made out of capital which is described as remuneration but which is so manifestly beyond any possible justifiable reward for that in respect of which allegedly it is paid, it has to be treated as valid in whole simply because a part of it (which may be difficult to quantify) can be genuinely related to some service or office” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Halt Garage (1964) Ltd*, [1982] 3 All ER 1016).

³⁷¹ “look at the matter objectively and apply the standard of reasonableness” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Halt Garage (1964) Ltd*, [1982] 3 All ER 1016).

Trata-se de uma regra bastante aberta, cuja eficácia depende muito da disposição dos julgadores em aplicá-la. Por outro lado ela tem a vantagem de ser igualmente aplicável a todos os casos, a alteração das circunstâncias subjacentes modificando apenas os critérios para sua aplicação.

4.2.2 Desqualificação de diretores por remuneração excessiva

Conforme a *section 6* do *Company Directors Disqualification Act 1986* um tribunal pode emitir uma ordem de desqualificação contra uma pessoa (I) que seja ou tenha sido diretor de uma companhia levada à insolvência e (II) cuja conduta o torne inapto (*unfit*) para gerenciar uma companhia. Tal ordem pode ter uma duração de 2 a 15 anos³⁷².

Um diretor desqualificado não pode tomar parte na promoção, formação ou gerência de companhias, ou atuar como administrador em processos falimentares, sem autorização do tribunal, pelo período da desqualificação³⁷³.

Há dois casos sobre desqualificação para o exercício da direção relacionados a remuneração.

Em *Re Keypak Homecare Ltd* o tribunal julgou que “[t]he fact that the directors' remuneration package was fairly high did not mean that the directors had failed to have regard to proper standards”³⁷⁴, ecoando a decisão em *Re Halt Garage (1964) Ltd* segundo a qual decisões que não sejam particularmente sábias não são necessariamente ilícitas. Infelizmente não é possível analisar as bases sobre as quais o tribunal chegou a esse conclusão devido a lacunas no *report* do caso. No entanto, ele é citado como precedente no caso seguinte.

Em *Secretary of State for Trade and Industry v. Van Hengel and others* os diretores haviam levado à falência uma companhia de investimentos, em parte devido a diversas práticas contábeis de legalidade duvidosa. Suas remunerações (e em especial a do Sr. Van Hengel)

³⁷² UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *1986 Chapter 46 (Company Directors Disqualification Act 1986)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012.

³⁷³ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *1986 Chapter 46 (Company Directors Disqualification Act 1986)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012.

³⁷⁴ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Keypak Homecare Ltd*, [1990] BCLC 440.

eram bastante generosas, e na visão do tribunal incompatíveis com as condições financeiras e as atividades da companhia³⁷⁵.

Para os julgadores, “a director must bear in mind what a company can afford as well as what would be the going rate for the job performed by the director if he were an employee elsewhere”³⁷⁶. O Sr. Van Hengel e seu colega Sr. Jones foram desqualificados por 6 e 2 anos, respectivamente. Cabe ressaltar que haviam outras condutas que contribuíram para determinar a desqualificação e a pena.

4.2.3 *Unfair prejudice*

O direito britânico prevê uma via processual para que os acionistas minoritários pleiteiem sua retirada da companhia, semelhante à dissolução parcial construída pela jurisprudência brasileira. É a disciplina do *unfair prejudice*, ou prejuízo desequitativo, em tradução livre³⁷⁷. A principal diferença é que no direito britânico a solução mais comum não é a dissolução da companhia, mas uma ordem direcionada ao controlador ou à companhia para adquirir as ações do acionista descontente.

A disciplina do *unfair prejudice* é importante para o estudo da remuneração porque há alguns casos centrados nessa questão. Esses litígios tem geralmente duas faces: excessiva remuneração e parcos dividendos.

Antes de analisar a disciplina do prejuízo desequitativo da perspectiva específica da remuneração é necessário expor seus fundamentos.

O instituto do *unfair prejudice* foi criado com o *Companies Act 1985*. Antes disso, para obter uma ordem do gênero daquela disponível através de um processo de *unfair prejudice* o acionista descontente precisava provar que os negócios da companhia estavam sendo conduzidos de uma maneira opressiva a uma parte dos sócios (incluindo o reclamante) e que

³⁷⁵ “the extent of the salary paid to the third respondent, Mr van Hengel, for the period when he was in the United States of America was, on any view, excessive. If the directors of the company had put their minds properly to the question of directors' remuneration, they would have appreciated that they could not justify paying such a salary to one of their number who was achieving nothing whatsoever on behalf of the subsidiary which had never begun to trade. Furthermore, in my judgment the failure of the board to grapple with the financial constraints of the company and their failure to appreciate that the company could not afford the directors' salaries which were being charged was culpable” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Secretary of State for Trade and Industry v. Van Hengel and others*, [1995] 1 BCLC 545).

³⁷⁶ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Secretary of State for Trade and Industry v. Van Hengel and others*, [1995] 1 BCLC 545.

³⁷⁷ A língua portuguesa desconhece a palavra *desequitativo*, mas o autor se sente autorizado a criar tal neologismo, pois não há expressão nativa que possa expressar o conceito de *unfair*. Adicionou-se, então, um prefixo de negação à palavra *equitativo*, existente no vernáculo, que traduz o conceito de *fair*.

liquidar a companhia prejudicaria de forma desequitativa esse grupo de sócios, mas que de outra forma os fatos justificariam uma ordem de liquidação sobre o fundamento de que seria justo e equitativo que a companhia fosse liquidada³⁷⁸. *Oppressive* foi interpretado pelos tribunais como “burdensome, harsh and wrongful”, circunstâncias difíceis de serem provadas, e o artigo acabou tendo pouca aplicação³⁷⁹.

Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others é um caso julgado ainda sob a regra do *Companies Act 1948*. O pedido baseado na opressão do minoritário foi julgado improcedente porque não foram reunidas as condições exigidas pela lei, mas o pedido de dissolução *total* da companhia foi julgado procedente por se entender que seria *justo e equitativo* fazê-lo, conforme exigido pela lei.

Esse caso influenciou significativamente a disciplina do prejuízo desequitativo. Ao interpretar a expressão *just and equitable* a *House of Lords* teceu as seguintes considerações:

The words [just and equitable] are a recognition of the fact that a limited company is more than a mere judicial entity, with a personality in law of its own: that there is room in company law for recognition of the fact that behind it, or amongst it, there are individuals, with rights, expectations and obligations *inter se* which are not necessarily submerged in the company structure. That structure is defined by the Companies Act 1948 and by the articles of association by which shareholders agree to be bound. In most companies and in most contexts, this definition is sufficient and exhaustive, equally so whether the company is large or small. The 'just and equitable' provision does not, as the respondents suggest, entitle one party to disregard the obligation he assumes by entering a company, nor the court to dispense him from it. It does, as equity always does, enable the court to subject the exercise of legal rights to equitable considerations; considerations, that is, of a personal character arising between one individual and another, which may make it unjust, or inequitable, to insist on legal rights, or to exercise them in a particular way³⁸⁰.

Segundo esse entendimento a expressão “just and equitable” autoriza o julgador a considerar as relações pessoais que se estabelecem em certas companhias e os limites que elas impõem ao exercício de certos direitos.

³⁷⁸ “in a manner oppressive to some part of the members (including himself)” e “to wind up the company would unfairly prejudice that part of the members, but otherwise the facts would justify the making of a winding-up order on the ground that it was just and equitable that the company should be wound up” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *11 & 12 Geo. 6. Chapter 38 (Companies Act 1948)*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012).

³⁷⁹ Vide §§ 200 a 209 do UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. BOARD OF TRADE. *Report of the Company Law Committee*. London: [s.n.], 1962. Disponível em <http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/downloads/jenkins_committee.pdf>. Acesso em 19 de novembro de 2012.

³⁸⁰ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*, [1973] AC 360.

Perceba-se que o tribunal menciona que na maior parte das companhias esse tipo de relação não se estabelece e as únicas regras aplicáveis são aquelas previstas no direito e nos estatutos da companhia. Somente em circunstâncias excepcionais se reconhece jurisdição às relações interpessoais dos sócios.

Em 1985 o *unfair prejudice* foi introduzido no direito societário britânico, e o *Companies Act 2006* preservou a disciplina integralmente³⁸¹.

A regra é — mais uma vez — bastante aberta, e a tarefa de limitar o que seria “prejuízo desequitativo” é deixada inteiramente aos tribunais. A única exigência é que haja um ato ou omissão real ou proposto que possa ser caracterizado como desequitativamente prejudicial aos interesses de certos sócios (incluindo o demandante). Meras potencialidades (como a nomeação de um desafeto para a diretoria, por exemplo) não dão ensejo a este tipo de ação.

Veja-se ainda que a compra das ações pela companhia ou controlador não é o único remédio ofertado pela lei. No entanto, não se encontrou um único caso em que essa não tenha sido a solução adotada.

Sam Weller & Sons é um dos primeiros casos importantes de *unfair prejudice*. Nesse julgamento o tribunal considerou o sentido da palavra *interesse*, e concluiu que seu conteúdo é mais amplo que o da expressão *right* (direito subjetivo), ou seja, que é possível que uma pessoa tenha um interesse ainda que não tenha um direito e que ainda que duas pessoas tenham os mesmos direitos, podem não ter os mesmos interesses³⁸². O tribunal ainda entendeu

³⁸¹ “994. — (1) A member of a company may apply to the court by petition for an order under this Part on the ground —

(a) that the company’s affairs are being or have been conducted in a manner that is unfairly prejudicial to the interests of members generally or of some part of its members (including at least himself), or

(b) that an actual or proposed act or omission of the company (including an act or omission on its behalf) is or would be so prejudicial.

[...]

996. — (1) If the court is satisfied that a petition under this Part is well founded, it may make such order as it thinks fit for giving relief in respect of the matters complained of.

(2) Without prejudice to the generality of subsection (1), the court’s order may —

[...]

(e) provide for the purchase of the shares of any members of the company by other members or by the company itself and, in the case of a purchase by the company itself, the reduction of the company’s capital accordingly” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

³⁸² “The word ‘interests’ is wider than a term such as ‘rights’, and its presence as part of the test of s 459(1) to my mind suggests that Parliament recognised that members may have different interests, even if their rights as members are the same. Further, the adverb ‘unfairly’ introduces the wide concept of fairness in relation to the prejudice to the interests of some part of the members that must be established. Again, that reinforces the notion that it is possible that even if all the members are prejudiced by the conduct complained of, the interests of only some may be unfairly prejudiced (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Sam Weller & Sons*, [1990] Ch 682).

que *unfairness* deve ser compreendido de maneira objetiva, independentemente da intenção das partes³⁸³.

Em *Re Saul D Harrison & Sons plc* a *Court of Appeal* adicionou que a expressão *unfairness* deve ser entendida em um contexto comercial e que “keeping promises and honouring agreements is probably the most important element of commercial fairness”³⁸⁴. O ponto de partida para a análise da *unfairness*, portanto, são os acordos entre os sócios, além da disciplina dos deveres fiduciários, que governa a vida desses acordos³⁸⁵. Nesse mesmo julgamento o tribunal atualizou a decisão de *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*, sustentando que as relações entre os sócios podem criar “expectativas legítimas” e limitar o exercício de certos direitos³⁸⁶. Em *O’Neill and another v Phillips and others* a *House of Lords* fundamentou a eficácia dessas expectativas legítimas na boa-fé³⁸⁷.

Há dois casos de *unfair prejudice* envolvendo companhias abertas, e os dois foram julgados improcedentes. Os tribunais britânicos entenderam que em companhias abertas não se poderia conferir normatividade aos acordos informais ou expectativas legítimas formados

³⁸³ “To my mind, the wording of the section imports an objective test. One simply looks to see whether the manner in which the affairs of the company have been conducted can be described as 'unfairly prejudicial to the interests of some part of the members'. That, as counsel for the petitioners submitted, requires an objective assessment of the quality of the conduct. Thus, conduct which is 'unfairly prejudicial' to the petitioner's interests, even if not intended to be so, may nevertheless come within the section” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Sam Weller & Sons*, [1990] Ch 682).

³⁸⁴ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc*, [1995] 1 BCLC 14.

³⁸⁵ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc*, [1995] 1 BCLC 14.

³⁸⁶ “the personal relationship between a shareholder and those who control the company may entitle him to say that it would in certain circumstances be unfair for them to exercise a power conferred by the articles upon the board or the company in general meeting. I have in the past ventured to borrow from public law the term 'legitimate expectation' to describe the correlative 'right' in the shareholder to which such a relationship may give rise. It often arises out of a fundamental understanding between the shareholders which formed the basis of their association but was not put into contractual form” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc*, [1995] 1 BCLC 14).

³⁸⁷ “there will be cases in which equitable considerations make it unfair for those conducting the affairs of the company to rely upon their strict legal powers. Thus unfairness may consist in a breach of the rules or in using the rules in a manner which equity would regard as contrary to good faith” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *O’Neill and another v Phillips and others*, [1999] 2 BCLC 1).

entre certos sócios, pois isso atentaria contra outras expectativas legítimas — as dos investidores, de que os estatutos e as leis contêm a integralidade das regras aplicáveis à sociedade³⁸⁸.

Pelo exposto acima conclui-se que ocorre *unfair prejudice* quando, em violação a acordos formais ou informais entre as partes e contrariando expectativas legítimas, um acionista tem seus interesses (que não são necessariamente direitos) prejudicados de forma desequitativa.

Existe uma linha de casos de *unfair prejudice* envolvendo remuneração e o pagamento de dividendos. As circunstâncias se repetem: um acionista ou grupo de acionistas, que detém o controle da sociedade e ocupa cargos na direção, faz com o que a companhia não distribua dividendos ou distribua dividendos bastante baixos, mesmo tendo condições de distribuir mais, ao mesmo tempo em que garante para si uma remuneração generosa.

Em regra os diretores não tem nenhum dever para com os acionistas, mas apenas para com a companhia, e se sua política de remuneração e dividendos puder ser justificada como atendendo aos interesses da companhia, os acionistas não teriam como contestá-la. No entanto, quando um ato da companhia não têm efeitos apenas sobre ela, mas também sobre os interesses de alguns acionistas, é dever dos administradores agir equitativamente com relação aos diferentes grupos de acionistas³⁸⁹. Ressalve-se, porém, que “[t]he law does not require the interests of the company to be sacrificed in the particular interests of a group of shareholders”³⁹⁰.

No caso *Sam Weller & Sons*, citado acima como um dos primeiros sobre *unfair prejudice*, foi debatida essa questão. Esse foi o julgamento de uma *application to strike out*, uma espécie de *habeas corpus* para o trancamento de uma ação, mas no âmbito civil. Na *application to strike out* o tribunal pode julgar o pedido parcialmente procedente e trancar o segui-

³⁸⁸ “No doubt there are cases where a legitimate expectation may be inferred from arrangements outside the ambit of the formal constitution of the company, but it must be borne in mind that this is a public company, a listed company, and a large one, and that the constitution was adopted at the time when the company was first floated on the Unlisted Securities Market. Outside investors were entitled to assume that the whole of the constitution was contained in the articles, read, of course, together with the Companies Acts. There is in these circumstances no room for any legitimate expectation founded on some agreement or arrangement made between the directors and kept up their sleeves and not disclosed to those placing the shares with the public through the Unlisted Securities Market” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Blue Arrow plc*, [1987] BCLC 585). Vide também UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re Astec (BSR) plc*, [1998] 2 BCLC 556.

³⁸⁹ “where a proposed act of the company will have not only an effect on the company itself, but also an effect on the interest of some of the shareholders, their duty to act in the best interests of the company requires them also within limits to act fairly as between different groups of shareholders” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re BSB Holdings Ltd (No 2)*, [1996] 1 BCLC 155).

³⁹⁰ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re BSB Holdings Ltd (No 2)*, [1996] 1 BCLC 155.

mento da ação no que se refere a apenas alguns pedidos ou apenas alguns fundamentos de um pedido. Em *Sam Weller & Sons* o tribunal permitiu que a ação prosseguisse no que dizia respeito ao pagamento de dividendos e à remuneração, sobre o fundamento de que os interesses dos acionistas que não exerciam funções na administração estariam sendo (em uma análise preliminar) desequitativamente prejudicados pela política de retenção de lucros implementada pelos acionistas-diretores³⁹¹.

No também já citado caso *Re Saul D Harrison & Sons plc* a decisão foi em sentido contrário. O tribunal entendeu que (I) os diretores em questão (bem como seus familiares próximos) eram grandes acionistas, e não teriam interesse em não pagar dividendos; (II) o salário pago era modesto; e (III) a remuneração paga às esposas dos diretores, muito embora elas não exercessem qualquer função, era insignificante diante do porte da companhia³⁹². Segundo o tribunal, “trivial or technical infringements of the articles were not intended to give rise to petitions under s 459 [1994 no *Companies Act 2006*]”³⁹³.

Re a company (No 004415 of 1996) é também um caso de *application to strike out*. Nesse caso o tribunal permitiu que a ação continuasse sob o fundamento de que para analisar-se se as políticas de remuneração e dividendos eram ou não *unfairly prejudicial* aos acionistas

³⁹¹ “I ask myself why the payment of low dividends in such circumstances is incapable of amounting to conduct unfairly prejudicial to the interests of those members, like the petitioners, who do not receive directors’ fees or remuneration from the company. I am unable to see any sufficient reason. It may be in the interests of Mr Sam Weller and his sons that larger dividends should not be paid out and that the major part of the profits of the company should be retained in order to enhance the capital value of their holdings. Their interests are not necessarily identical with those of other shareholders. It may well be in the interests of the other shareholders, including the petitioners, that a more immediate benefit should accrue to them in the form of larger dividends. As their only income from the company is by way of dividend, their interests may be not only prejudiced by the policy of low dividend payments, but unfairly prejudiced” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Sam Weller & Sons*, [1990] Ch 682).

³⁹² “The allegation is that the directors have preferred their interests as salary earners to the interests of the shareholders. One is however bound to observe that the two younger directors have between them 109,454 C shares to the 87,563 held by the petitioner and that the siblings of the younger directors have 197,018 more. While this does not remove the possibility that they may be deliberately prejudicing their own interests as shareholders, it makes such an inference rather less plausible. When one turns to the salaries they earn, the inference is even less plausible. In the year to 31 March 1990 Mr Alan Harrison as chairman was paid £46,890 and the two younger directors £26,250 each. In the case of Mr Alan Harrison and Mr David Harrison, a part of their earnings was paid in the form of a salary to their wives. It is said that the wives rendered no services for this salary or for the modest cars which they were also allowed at the company’s expense. This is a common enough practice in small companies and may or may not pass muster with the Inland Revenue. But given the scale of the overall earnings in relation to a company employing 100 people with a turnover of over £3m a year, the payment to the wives does not begin to form the basis of a claim of unfairly prejudicial conduct” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc*, [1995] 1 BCLC 14).

³⁹³ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc*, [1995] 1 BCLC 14.

minoritários seria necessário recorrer a *critérios comerciais objetivos*³⁹⁴, o que presumivelmente só poderia ser feito se a ação seguisse seu curso.

O recente caso *Irvine and others v Irvine and another (No 1)* é o mais notável tratando-se de *unfair prejudice* e remuneração. A *Chancery Division* concluiu que a remuneração do diretor em questão não havia sido estabelecida de acordo com os procedimentos estatutários e adjudicou para si a competência para determinar uma remuneração apropriada³⁹⁵. Após ouvir dois especialistas sobre o tema (ambos consultores experientes), o tribunal estabeleceu de forma precisa, objetiva e completa a remuneração do diretor³⁹⁶.

Esse caso é notável por duas razões. Ao decidir que a remuneração do diretor não havia sido estabelecida de acordo com as exigências do estatuto social o tribunal deveria tê-lo deixado sem qualquer remuneração, conforme visto na seção 4.1. Além disso, e novamente contrariando as práticas britânicas, o tribunal fez explicitamente um julgamento de caráter comercial.

Segundo Davies, mesmo nesses casos o tribunal está lidando com e aplicando os acordos formais e informais havidos entre as partes³⁹⁷. Sua posição é compreensível se se lembrar que o estatuto faz parte desses acordos, assim como a observância dos deveres fiduciários (na medida em que protege a fiel execução dos acordos), e que os diretores têm o dever de, na medida em que isso não prejudicar a companhia, tratar os acionistas de forma equitativa. No entanto, são flagrantes as diferenças entre *Irvine and others v Irvine and another (No 1)* e os demais casos até aqui já estudados. Considerando o aumento na pressão sobre a remuneração dos administradores nos últimos anos no *UK*, não surpreende que os tribunais se sintam legi-

³⁹⁴ “The petitioners have, as I have said, an arguable case of unfairly prejudicial conduct based on the respective levels of remuneration and benefits taken from the companies by members of the P family and the dividends declared by the companies. The petitioners' case in this regard must be assessed by objective criteria. If the remuneration and dividend levels cannot be justified by objective commercial criteria it is easy to conclude the companies have been managed in a way unfairly prejudicial to the non-director shareholders. If the remuneration and dividend levels can be supported on objective commercial criteria the inferences of malice, intention to injure, and so on cannot be drawn from these levels alone” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re a company (No 004415 of 1996)*, [1996] 1 BCLC 479).

³⁹⁵ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Irvine and others v Irvine and another (No 1)*, [2006] EWHC 406 (Ch).

³⁹⁶ “In my judgment, his appropriate remuneration would have been 40% of the business's net profits (calculated after payment of all expenses but before tax) subject to a minimum of £ 300,000 (for the year 2003) and discounted down (as per Mr Brooks' calculations) for each preceding year back to 1996. The excess would have been available for payment as dividends to Ian, Patricia and the trustees of the trust according to their respective shareholdings and, given the practice of distributing as much of the company's profits as possible (subject only to the small amounts annually retained) would probably have been dealt with in that way” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Irvine and others v Irvine and another (No 1)*, [2006] EWHC 406 (Ch).

³⁹⁷ DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 697.

timados a ter uma postura mais ativa em casos envolvendo essa matéria. Como se verá na seção 4.7, essa pressão tende a aumentar.

Com a análise do *unfair prejudice* encerra-se a disciplina geral da remuneração no *UK*. Como se viu, há três meios processuais de se questionarem os valores pagos aos administradores: (I) uma ação especificamente direcionada a esse objetivo; (II) uma ação de desqualificação (disponível apenas quando a sociedade houver falido); ou (III) uma ação de *unfair prejudice*.

Em nenhum desses meios se estabelece qualquer distinção relevante entre diferentes tipos de remuneração (fixa, variável, por ações, etc.). Tampouco há regras rígidas e claras pelas quais se pode auferir a adequação da remuneração; os tribunais precisam recorrer a critérios objetivos porém flexíveis ao fazer esse tipo de análise. Os casos vistos nessa seção são *leading cases* na matéria, trazendo uma lista de tais critérios: (I) todas as despesas devem ter relação com os negócios da companhia, serem feitas de boa-fé e para promover os negócios da companhia (*Hutton v West Cork Railway Company*); (II) a remuneração deve guardar uma relação proporcional com os serviços prestados, de forma a não caracterizar uma liberalidade (*Re Halt Garage (1964) Ltd*); (III) ao fixar a remuneração o órgão competente deve levar em consideração os recursos de que dispõe a companhia e a remuneração que o diretor obteria em outras sociedades (*Secretary of State for Trade and Industry v. Van Hengel and others*); e (IV) a política de remuneração não pode discriminar de maneira desequitativa os interesses de acionistas que são também diretores daqueles de acionistas que não o são (*unfair prejudice*). Além disso os procedimentos estatutários para o estabelecimento da remuneração devem ser seguidos, sob pena dos diretores terem de devolver qualquer valor recebido a esse título³⁹⁸.

Nas próximas seções explorar-se-ão questões referentes à remuneração de administradores que o direito britânico trata de forma específica, por se entender que a disciplina geral é insuficiente para regrá-las. Observar-se-á uma escalada nos últimos dez anos, com a progressiva introdução de mecanismos de controle da remuneração. Após, cogitar-se-á do futuro da disciplina da remuneração no *UK*.

³⁹⁸ *Irvine and others v Irvine and another (No 1)* se afasta dessa regra. Tratando-se de uma decisão bastante recente é difícil dizer se caracteriza uma mudança no direito britânico ou se será apenas um ponto fora da curva.

4.3 Contratos de longo prazo

Como se afirmou acima, os tribunais britânicos costumam obrigar as companhias a honrar os contratos firmados com seus diretores. Mas esses contratos se prestam facilmente a abusos, pois eles são firmados em nome da companhia pelos próprios diretores.

Tais contratos estão sujeitos à disciplina do conflito de interesses, da qual este trabalho não trata. Mas quando envolverem remuneração eles também estão sujeitos a certos limites objetivos, legalmente estabelecidos para evitar abusos.

O primeiro deles é a exigência de que contratos de longo prazo sejam submetidos ao voto dos acionistas.

Na ausência de um contrato ou de alguma disposição especial no ato de nomeação ou no estatuto da companhia os diretores podem ser exonerados a qualquer tempo, sem necessidade de aviso prévio³⁹⁹. Existindo uma previsão de prazo, porém, ela deverá ser respeitada pela companhia.

O *Companies Act 1948* não previa nenhum tipo de restrição a esse tipo de cláusula. O *Companies Act 1985* introduziu a obrigação de que contratos com prazo superior a cinco anos fossem aprovados pelos acionistas em assembleia⁴⁰⁰.

³⁹⁹ “Since the resolution of the directors appointing the plaintiff as managing director contained no special terms beyond the fixing of his remuneration and neither amplified nor was inconsistent with the provisions of art 68, the plaintiff was appointed managing director on the terms of art 68, with such tenure of office as was provided for by that article; in the absence of any contract between the parties independent of art 68 and the resolution there was no ground for implying a term as to reasonable notice; and, therefore, the plaintiff had no special right to receive any particular notice of the termination of his employment when the company decided to determine it and did so by a resolution in general meeting” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Read v Astoria Garage (Streatham) Ltd*, [1952] Ch 637).

⁴⁰⁰ 319. — (1) This section applies in respect of any term of an agreement whereby a director's employment with the company of which he is a director or, where he is the director of a holding company, his employment within the group is to continue, or may be continued, otherwise than at the instance of the company (whether under the original agreement or under a new agreement entered into in pursuance of it), for a period of more than 5 years during which the employment —

(a) cannot be terminated by the company by notice; or
(b) can be so terminated only in specified circumstances.

[...]

(3) A company shall not incorporate in an agreement such a term as is mentioned in subsection (1), unless the term is first approved by a resolution of the company in general meeting and, in the case of a director of a holding company, by a resolution of that company in general meeting. (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 *Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

O *Companies Act 2006* reduziu esse prazo para dois anos⁴⁰¹. Para ser considerado como tendo um prazo de dois anos, é preciso que o contrato inclua uma cláusula de mandato garantido (*guaranteed term*). O mandato é considerado garantido (I) pelo prazo pelo qual ele não exige renovação e não pode ser extinto pela companhia ou só pode ser extinto sob determinadas circunstâncias, ou (II) pelo prazo do aviso prévio exigido pelo contrato⁴⁰². A redução do prazo de 5 para 2 anos não satisfaz Davies, para quem ela (I) regula o prazo do contrato quando deveria regular a indenização paga aos administradores no caso de rescisão; e (II) continua sendo muito indolente, pois deveria reduzir o prazo para um ano⁴⁰³.

Para que a aprovação do prazo seja considerada válida, é necessário que seja fornecido aos acionistas um memorando detalhando o contrato proposto⁴⁰⁴. Caso o contrato não seja adequadamente aprovado, a cláusula de mandato garantido é considerada nula e a companhia fica autorizada a extinguir o contrato a qualquer tempo desde que com prazo de antecedência razoável⁴⁰⁵.

Em *Wright and another v Atlas Wright (Europe) Ltd* o Sr. Wright havia firmado com a companhia um contrato de prestação de serviços vitalício sem que o referido memorando fosse disponibilizado aos acionistas. Apesar disso o contrato foi considerado válido com base na norma contida na decisão *Re Duomatic Ltd, [1969] 1 All ER 161*, segundo a qual a unanimidade dos acionistas com direito a voto, reunida em assembleia, pode dispensar requisitos formais para a validade de deliberações, inclusive aqueles exigidas por lei⁴⁰⁶. Para o tribunal a

⁴⁰¹ 188. Directors' long-term service contracts: requirement of members' approval

(1) This section applies to provision under which the guaranteed term of a director's employment —

(a) with the company of which he is a director, or

(b) where he is the director of a holding company, within the group consisting of that company and its subsidiaries,

is, or may be, longer than two years.

(2) A company may not agree to such provision unless it has been approved—

(a) by resolution of the members of the company, and

(b) in the case of a director of a holding company, by resolution of the members of that company (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁰² S. 188(3) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁰³ Despite the changes made, the sections are still open to criticism on two grounds. First, by concentration on the length of employment, section 188 seems not to catch contractual provisions which give the company the contractual right to terminate the director's employment at any time but then provide for substantial payments to be made to the director under the contract, if termination takes place. [...]

Secondly, it is arguable that for public companies the period of two years is too long. (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 397).

⁴⁰⁴ S. 188(5) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁰⁵ S. 189 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁰⁶ "the unanimous consent of all shareholders who have a right to attend and vote at a general meeting of the company can override formal, including statutory, requirements in relation to the passing of resolutions at such meetings" (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Wright and another v Atlas Wright (Europe) Ltd*, [1999] 2 BCLC 301).

finalidade do dispositivo que exige a apresentação prévia do memorando é garantir o “voto informado”, e aqueles a quem essa proteção é dirigida podem renunciar a ela⁴⁰⁷.

Convém destacar que a companhia *Atlas Wright (Europe) Ltd* era uma subsidiária integral de outra companhia, e que o contrato de serviços vitalício havia sido proposto pelo diretor presidente da *holding*. Não havia dúvida, portanto, de que os termos do contrato eram muito bem conhecidos pelos acionistas. Em um caso em que não se pudesse afirmar isso com tanta convicção talvez a decisão houvesse sido outra.

Na falta de uma previsão nesse sentido, os diretores não tem qualquer pretensão a um prazo determinado. Ainda que haja uma norma estatutária sobre a matéria, como se viu na seção 4.1 a companhia sempre pode modificar seus estatutos, sem que isso gere quaisquer pretensões aos diretores.

4.4 Indenizações por exoneração

Além da exigência referente à duração do contrato, a lei britânica também demanda a aprovação dos acionistas para o pagamento de indenizações por rescisão contratual prematura injustificada.

As regras referentes a exoneração e indenização já se encontravam no *Companies Act 1948*⁴⁰⁸ e não mudaram praticamente nada desde então. A norma geral é que a companhia pode exonerar qualquer diretor a qualquer tempo através de uma deliberação ordinária (isto é, com maioria simples), sem prejuízo da indenização cabível⁴⁰⁹.

⁴⁰⁷ “The purpose of s 319 [188 no Companies Act 2006] was for the benefit and protection of shareholders. [...] The underlying intention of the section was to require unequivocal approval of the shareholders to a long-term contract in respect of which there had been proper opportunity for the shareholders to consider the terms of the agreement approved.

While s 319(5) [que exigia o memorando] set out the formality required as a precondition to the passing of the resolution contemplated in s 319(3) [que exigia aprovação pela assembleia] it was no more than a formality in the nature of a notice provision designed to ensure the opportunity for fully informed consent by the shareholders. It was thus amenable to waiver by the class for whose protection it was designed” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Wright and another v Atlas Wright (Europe) Ltd*, [1999] 2 BCLC 301).

⁴⁰⁸ Sections 184 e 191 e ss. (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *11 & 12 Geo. 6. Chapter 38 (Companies Act 1948)*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012).

⁴⁰⁹ 168 Resolution to remove director

(1) A company may by ordinary resolution at a meeting remove a director before the expiration of his period of office, notwithstanding anything in any agreement between it and him.

[...]

(5) This section is not to be taken —

(a) as depriving a person removed under it of compensation or damages payable to him in respect of the termination of his appointment as director or of any appointment terminating with that as director (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

Por exoneração compreende-se também aquela de qualquer cargo de gerência da companhia ou de suas subsidiárias, desde que a pessoa em questão seja um diretor. A indenização compreende ainda não apenas pagamentos em espécie, mas qualquer tipo de benefício conferido ao diretor⁴¹⁰.

A exigência da lei aplica-se também a pagamentos recebidos pelos diretores em conexão com a alienação dos ativos da companhia ou suas subsidiárias ou das ações da companhia ou suas subsidiárias como resultado de uma oferta pelo controle, desde que a operação resulte na perda do cargo pelo diretor, sendo considerado uma indenização por perda do cargo o valor pago em excesso àquele que os demais acionistas poderiam obter através da alienação de suas próprias ações, bem como qualquer outro tipo de contraprestação recebida de terceiros pelo diretor⁴¹¹.

Nessas circunstâncias o pagamento de indenização por exoneração necessita de aprovação específica dos acionistas⁴¹². Não é necessária a aprovação dos acionistas, porém, se o pagamento for decorrente de uma obrigação legal, for uma indenização pelo inadimplemento de uma obrigação legal, resultado de transação ou uma pensão paga em consideração aos serviços prestados no passado⁴¹³.

Como se afirmou na seção 4.1, os tribunais britânicos tendem a preservar os contratos firmados pelas companhias com seus diretores. Ao excetuar da obrigação de obter o voto favorável dos acionistas as indenizações decorrentes de obrigações legais, o *Companies Act 2006* isentaria todos os pagamentos decorrentes de contratos. Como isso abriria as portas para toda sorte de abusos — justamente o que a regulação do pagamento de indenizações por exoneração busca evitar —, a lei estabelece que não são consideradas *obrigações legais* aquelas decorrentes de contratos firmados em conexão com ou em consequência do evento que deu causa ao pagamento da indenização⁴¹⁴.

O que as regras vedam, portanto, é o pagamento de uma indenização adicional àquelas previstas nos contratos ordinários de prestação de serviços firmados entre as companhias e

⁴¹⁰ Section 215 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴¹¹ Section 216, em conjunto com as sections 218 e 219 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴¹² Sections 217 a 219 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴¹³ Section 220 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴¹⁴ Section 220, (2) e (3) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

seus diretores. As regras sobre contratos de longo prazo (vistas na seção anterior), por sua vez, não combatem o entrenchamento dos diretores, pois pela *Section 168* eles sempre podem ser demitidos pela companhia. O que elas procuram evitar é que as indenizações por exoneração contratualmente previstas sejam excessivas. No entanto, como aponta Davies, elas falham ao focar no prazo do contrato, e não no valor da indenização em si.

Convém ressaltar ainda que a exoneração por justa causa, naturalmente, libera a companhia de pagar qualquer tipo de indenização. O insucesso econômico da gestão, porém, dificilmente seria considerado uma justa causa para efeitos legais⁴¹⁵.

Os dois casos mais importantes sobre o tema lidam com uma mesma situação. Tanto em *Southern Foundries (1926) Ltd and Federated Foundries Ltd v Shirlaw* quanto em *Shindler v Northern Raincoat Co., Ltd.* os diretores perderam seus cargos de diretores executivos (*managing* ou *executive director*) em decorrência de sua exoneração do cargo de diretor (*director*)⁴¹⁶. Ambos os diretores tinham contrato com a companhia, mas o contrato se referia à condição de *managing* ou *executive director*, e eles não haviam sido sido exonerados desse cargo, mas do de *director*. A questão era se essa exoneração *indireta* lhes conferia o direito à indenização contratualmente previsto.

Em ambos os casos a conclusão foi positiva, sob o fundamento de que haveria um acordo implícito determinando que as partes não poderiam praticar qualquer ato que inviabilizasse o cumprimento do contrato⁴¹⁷⁻⁴¹⁸.

No caso *Southern Foundries (1926) Ltd and Federated Foundries Ltd v Shirlaw* houve ainda outra circunstância. O Sr. Shirlaw era diretor da companhia *Southern Foundries*, com a

⁴¹⁵ “A director’s contract can employ a number of devices which operate so as to enhance the levels of compensation payable upon termination, in particular entering into a long fixed-term contract, perhaps one with a rolling fixed-term; including long notice periods for the lawful termination of the contract by the company; and including express entitlements to compensation if the contract is terminated. None of these provisions would operate to protect a director were the company entitled to terminate the service contract without notice on grounds of a serious breach of contract on the part of the director. However, it is unlikely that mere lack of economic success on the part of the company would amount to a fundamental breach of contract and, even where there has been clear wrongdoing by the director, the company may prefer to pay the director to go quietly, rather than insist on its contractual rights” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 393).

⁴¹⁶ No sistema de administração unitária britânico, em que não há separação entre Conselho de Administração e Diretoria, os diretores são conselheiros a quem a Conselho delega as funções executivas. Ao perder-se a condição de *conselheiro* (*director*), perde-se naturalmente a condição de *diretor* (*managing* ou *executive director*)

⁴¹⁷ “if a party enters into an arrangement which can only take effect by the continuance of a certain existing state of circumstances, there is an implied engagement on his part that he shall do nothing of his own motion to put an end to that state of circumstances, under which alone the arrangement can be operative” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Southern Foundries (1926) Ltd and Federated Foundries Ltd v Shirlaw*, [1940] 2 All ER 445).

⁴¹⁸ “there is an implied undertaking that it will not revoke his appointment as a director, and will not resolve that his tenure of office be determined” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. MANCHESTER ASSIZES. *Shindler v Northern Raincoat Co., Ltd.*, [1960] 2 All ER 239).

qual tinha um contrato de prestação de serviços como *managing director* pelo prazo de dez anos. Como parte de um processo de reestruturação todas as ações da *Southern Foundries* foram transferidas para *Federated Foundries*. Uma mudança no estatuto da *Southern Foundries* conferiu à *Federated Foundries* o direito de demitir qualquer diretor, direito que ela exerceu demitindo o Sr. Shirlaw. A discussão era se teria havido uma quebra de contrato, pois a *Federated Foundries* não era parte no contrato entre *Southern Foundries* e o Sr. Shirlaw, ao mesmo tempo em que *Southern Foundries* afirmava não poder evitar a demissão do Sr. Shirlaw tendo em vista os termos de seu estatuto, que haviam sido alterados de boa-fé e no interesse da companhia (no que todos julgadores concordaram).

O tema dividiu o tribunal, e a divergência foi tamanha que é difícil extrair o fundamento da decisão. O editor do *report* do caso ensaia uma explicação:

the opinions of the majority would seem to support the proposition that if A gives a general power to B and B uses that power in a particular instance to alter the position of C, then, if C is a person having a contract with A, and the effect of the particular exercise of the power by B is to bring about a breach of the contract between A and C, A is liable to C for breach of that contract⁴¹⁹.

Em outras palavras: A é responsável perante C pelos atos que autorizou B a praticar. O que de fato ocorreu do ponto de vista jurídico é que ao exercer o poder que lhe foi conferido pelos estatutos *Federated Foundries* obrigou *Southern Foundries* a rescindir o contrato, o que ela fez, violando-o ao fazê-lo. Mas isso não se extrai claramente do julgamento, e é apenas outra maneira de tentar explicá-lo.

4.5 Publicidade da remuneração

Ao longo da década de 1990 os *boards* das empresas britânicas foram submetidos publicamente a severas críticas quanto à remuneração por eles atribuída aos diretores. Uma reportagem da BBC com o título *Anger over chairman's 66% pay rise*, de 1991 referia a revolta causada por um aumento de 66% na remuneração de Robert Evans, presidente do *board*⁴²⁰ de *British Gas plc*, uma empresa de distribuição de gás, principalmente para sistemas de aquecimento domiciliar, que havia sido privatizada há pouco tempo e que era praticamente monopó-

⁴¹⁹ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Southern Foundries (1926) Ltd and Federated Foundries Ltd v Shirlaw*, [1940] 2 All ER 445.

⁴²⁰ *Chairman of the Board*, o que equivaleria a presidente do Conselho de Administração.

lista. O aumento provocou reações trabalhistas (“Trade unions for British Gas workers said their members would remember the increase when putting in next year's pay claim”⁴²¹) e políticas (“Labour's energy spokesman, Frank Dobson, said: "It is a symptom of corporate greed. They think that now that there are no restrictions on them they can do what they like, and in a sense they can”⁴²²). A reportagem referia ainda aumentos nos salários de outros executivos de grandes companhias britânicas variando entre 43% e 330%.

Em 1992 o *Financial Reporting Council* e a *LSE* organizaram um comitê para avaliar as práticas de “governança corporativa” britânicas. Oficialmente intitulado *Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, ele ficou mais conhecido como *Cadbury Committee*, pois seu coordenador era Adrian Cadbury, presidente do *board* da famosa empresa de doces que leva o nome de sua família. Embora não tenha se detido muito no tema da remuneração, em seu relatório o *Cadbury Committee* já refere as críticas que os *boards* britânicos vinham sofrendo por sua falta de responsabilidade no que se refere à remuneração de administradores⁴²³.

Em 1995 a *United Kingdom Confederation of Business and Industry* reuniu um comitê para debater sobre a remuneração de diretores, a ser dirigido por Richard Greenbury, então presidente do *board* e Diretor-Presidente (*CEO*) de *Marks & Spencer*, uma grande companhia de varejo britânica. O resultado foi o *Greenbury Report*, cujas recomendações foram em grande medida incorporadas às regras de listagem da *LSE* e ao Código de Governança Corporativa do *UK* (*The UK Corporate Governance Code*), cuja primeira edição é de 2003.

Cheffins fornece um panorama amplo do grande debate sobre a remuneração no *UK* na década de 1990⁴²⁴.

As pressões se acumularam e em 2002 o governo britânico, através do *Secretary of State*, baixou o *Directors' Remuneration Report Regulations 2002*. Além de amplas exigências de publicidade, o *Directors' Remuneration Report Regulations 2002* também introduziu no

⁴²¹ 1991: ANGER OVER chairman's 66% pay rise. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/june/21/newsid_2518000/2518297.stm>. Acesso em 11 de novembro de 2012.

⁴²² 1991: ANGER OVER chairman's 66% pay rise. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/june/21/newsid_2518000/2518297.stm>. Acesso em 11 de novembro de 2012.

⁴²³ “criticisms of the lack of effective board accountability for such matters as directors' pay” (THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (a.k.a. Cadbury Report)*. London: Gee, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 9 de maio de 2011, p. 13).

⁴²⁴ CHEFFINS, BRIAN R. *Company Law: theory, structure and operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997, pp. 655-660 *et passim*.

ordenamento britânico a exigência de submeter-se a remuneração dos diretores ao voto dos acionistas.

Nesta seção analisar-se-ão as exigências de publicidade do direito britânico, em especial aquelas introduzidas pelo *Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, e na seguinte aquelas referentes ao voto dos acionistas.

4.5.1 Divulgação nos demonstrativos financeiros

O *Directors' Remuneration Report Regulations 2002* criou a obrigação dos diretores de companhias abertas prepararem anualmente um relatório sobre a remuneração de administradores (*directors' remuneration report*), com as informações exigidas pelo Anexo 7A, que adicionou ao *Companies Act 1985*⁴²⁵.

As informações exigidas pela *Directors' Remuneration Report Regulations 2002* eram de duas ordens: sujeitas e não sujeitas a auditoria.

Não estavam sujeitas a auditoria (I) informações sobre os membros do comitê de remuneração; (II) informações sobre a política de remuneração da empresa, em especial planos de opções e incentivos de longo prazo e suas condições; (III) gráfico comparativo do desempenho da companhia com um índice de mercado; e (IV) informações sobre contratos com os diretores, em especial sua duração e indenização por rescisão contratual⁴²⁶.

Por sua vez, estavam sujeitas a auditoria (I) a remuneração total paga a cada um dos diretores, independentemente da natureza da parcela; (II) a quantidade de ações sujeitas a planos de opções de compra, no início e final do exercício, e as exercidas naquele ano, além de detalhes do plano; (III) incentivos de longo prazo (bônus, ações e benefícios de aposentadoria), no início e final do exercício, e os pagos ou outorgados naquele ano; (IV) pensões pagas e modificações feitas nos planos de pensões no exercício; (V) benefícios de aposentadoria decorrentes de planos de pensão pagos no exercício além daqueles originalmente contratados;

⁴²⁵ 234B Duty to prepare directors' remuneration report

(1) The directors of a quoted company shall for each financial year prepare a directors' remuneration report which shall contain the information specified in Schedule 7A and comply with any requirement of that Schedule as to how information is to be set out in the report (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2002 No. 1986 (*Directors' Remuneration Report Regulation 2002*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 11 de dezembro de 2012).

⁴²⁶ *Schedule 7A, sections 2 a 5* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2002 No. 1986 (*Directors' Remuneration Report Regulation 2002*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 11 de dezembro de 2012).

(VI) pagamentos feitos a ex-diretores; e, (VII) valores pagos a terceiros como forma de remuneração a diretores⁴²⁷.

O *Companies Act 2006* trouxe um dispositivo amplo autorizando o *Secretary of State* a dispor sobre o *directors' remuneration report*⁴²⁸. O *Secretary of State* fez uso dessa faculdade e estabeleceu o *Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008* e o *Small Companies and Groups (Accounts and Directors' Reports) Regulations 2008*.

No que diz respeito às companhias abertas o *Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008* manteve as exigências do *Directors' Remuneration Report Regulations 2002*, adicionando apenas, entre as informações não sujeitas a auditoria, a exigência de que os diretores expliquem qual a relação entre a política de remuneração aplicável aos diretores e aquela aplicável aos demais empregados⁴²⁹. De acordo com o *Companies Act 2006*, o *directors' remuneration report* de companhias abertas deve ser enviado aos acionistas e debenturistas da companhia, além de quaisquer pessoas que tenham o direito de comparecer às assembleias gerais; publicado na *internet*; e arquivado no registro público de empresas mercantis⁴³⁰.

O *Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008* inovou ao obrigar também as companhias fechadas a divulgar informações sobre a remuneração de seus diretores. Mas as exigências a essas companhias são mais brandas: nenhuma informação está sujeita a auditoria; a remuneração dos diretores é divulgada de forma agregada, detalhando-se apenas aquela do diretor mais bem remunerado; e as únicas parcelas que exigem tratamento separado são benefícios de aposentadoria decorrentes de planos de pensão pagos no exercício além daqueles originalmente contratados; pagamentos feitos a ex-diretores; e valores pagos a terceiros como forma de remuneração a diretores⁴³¹. Ao contrário

⁴²⁷ *Schedule 7A, sections 6 a 15* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2002 No. 1986 (*Directors' Remuneration Report Regulation 2002*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 11 de dezembro de 2012).

⁴²⁸ *Section 420* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴²⁹ *Schedule 8, Section 4* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. SECRETARY OF STATE. 2008 No. 410 (*Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³⁰ *Sections 423, 430 e 441* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³¹ *Schedule 5, Sections 1 a 5* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. SECRETARY OF STATE. 2008 No. 410 (*Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

das companhias abertas, as grandes e médias companhias fechadas não precisam publicar o *directors' remuneration report* na internet⁴³².

Nem mesmo pequenas empresas estão livres de divulgar informações sobre a remuneração de seus diretores, embora o regime a que estão sujeitas seja ainda mais brando: nenhuma informação está sujeita a auditoria e somente a remuneração agregada dos diretores, pagamentos de indenizações por exoneração e valores pagos a terceiros como forma de remuneração a diretores precisam ser divulgados⁴³³. Além de não precisarem publicar o *directors' remuneration report* na internet as pequenas companhias também estão isentas da obrigação de arquivá-lo no registro público de empresas mercantis⁴³⁴.

4.5.2 Disponibilização de cópias dos contratos firmados com diretores

O *Companies Act 1985* criou para as companhias britânicas a obrigação de manter em seus arquivos uma cópia dos contratos firmados com seus diretores, ou, caso o contrato fosse verbal, um memorando descrevendo seus termos⁴³⁵. No caso de diretores de companhias britânicas que exercessem suas atividades fora do *UK*, bastava descrever as disposições do contrato quanto a sua duração⁴³⁶. Essas informações deveriam estar à disposição dos acionistas para inspeção sem qualquer custo⁴³⁷.

Essa norma, porém, aplicava-se apenas a contratos com prazo superior a doze meses, ou que, embora com prazo inferior, exigissem o pagamento de uma indenização no caso de

⁴³² Section 445 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 *Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³³ *Schedule 3, sections 1 a 3* (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. SECRETARY OF STATE. 2008 *No. 409 (Small Companies and Groups (Accounts and Directors' Reports) Regulations 2008)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³⁴ Section 444 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 *Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³⁵ 318. — (1) Subject to the following provisions, every company shall keep at an appropriate place —
(a) in the case of each director whose contract of service with the company is in writing, a copy of that contract;
(b) in the case of each director whose contract of service with the company is not in writing, a written memorandum setting out its terms; (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 *Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³⁶ Section 318 (5) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 *Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴³⁷ Section 318 (7) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 *Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

rescisão⁴³⁸. O *Companies Act 2006* eliminou essas restrições, bem como a isenção conferida aos diretores atuantes no exterior⁴³⁹.

4.5.3 Obrigação de revelar interesses

Pelo *Companies Act 1948* as companhias britânicas deviam manter um registro atualizado das ações e debêntures emitidas por elas, suas subsidiárias e controladoras e detidas pelos diretores, inclusive do valor recebido pelos diretores na sua alienação (se fosse o caso) se a transação houvesse ocorrido após sua posse. Tal registro deveria ficar a disposição para consulta pelos acionistas no período antecedente à assembleia geral ordinária⁴⁴⁰.

Essa obrigação foi ligeiramente modificada no *Companies Act 1985*. Por sua *Section 324*, ao tomar posse os diretores deveriam declarar sua participação na companhia, suas subsidiárias ou controladoras e a quantidade de debêntures que detivessem. A alienação dessas ações ou debêntures também devia ser declarada à companhia pelos diretores⁴⁴¹. Note-se que a obrigação de revelar o preço foi removida. Das notificações a companhia deveria man-

⁴³⁸ *Section 318 (11) (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 Chapter 6 (Companies Act 1985). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).*

⁴³⁹ 228 Copy of contract or memorandum of terms to be available for inspection

(1) A company must keep available for inspection —

(a) a copy of every director's service contract with the company or with a subsidiary of the company, or

(b) if the contract is not in writing, a written memorandum setting out the terms of the contract

[...]

229 Right of member to inspect and request copy

(1) Every copy or memorandum required to be kept under section 228 must be open to inspection by any member of the company without charge (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (Companies Act 2006). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁰ 195.—(1) Every company shall keep a register showing as respects each director of the company (not being its holding company) the number, description and amount of any shares in or debentures of the company or any other body corporate, being the company's subsidiary or holding company, or a subsidiary of the company's holding company, which are held by or in trust for him or of which he has any right to become the holder (whether on payment or not):

[...]

(2) Where any shares or debentures fall to be or cease, to be recorded in the said register in relation to any director by reason of a transaction entered into after the commencement of this Act and while he is a director, the register shall also show the date of, and price or other consideration for, the transaction

[...]

(5) The said register shall, subject to the provisions of this section, be kept at the company's registered office and shall be open to inspection during business hours (subject to such reasonable restrictions as the company may by its articles or in general meeting impose, so that not less than two hours in each day be allowed for inspection) as follows —

(a) during the period beginning fourteen days before the date of the company's annual general meeting and ending three days after the date of its conclusion, it shall be open to the inspection of any member or holder of debentures of the company; and (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 11 & 12 Geo. 6. Chapter 38 (Companies Act 1948). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012).

⁴⁴¹ *Section 324 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 Chapter 6 (Companies Act 1985). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).*

ter registro, incluindo ainda quaisquer ações ou debêntures cuja direito à subscrição houvesse outorgado a seus diretores, bem como de seu exercício⁴⁴².

No *Companies Act 1948* qualquer pessoa, física ou jurídica, que seguisse habitualmente as instruções dos diretores era considerado um diretor para os efeitos da norma em comento⁴⁴³. No *Companies Act 1985* essa obrigação foi restringida a filhos e cônjuges⁴⁴⁴.

Essas exigências não foram mantidas no *Companies Act 2006*. Parece razoável afirmar que isso se deve ao surgimento do *directors' remuneration report*. Provavelmente o legislador entendeu que a informação quanto à extensão do interesse dos diretores da companhia na condição de seus acionistas ou debenturistas pouco ou nada adicionava ao quadro geral de informações, especialmente quando as companhias britânicas são obrigadas a manter registros de seus quadros de acionistas e debenturistas abertos à inspeção dos sócios⁴⁴⁵.

4.6 *Say on pay*

Como referido no início da seção 4.5, o *Directors' Remuneration Report Regulation 2002* introduziu uma obrigação inédita no direito britânico: a de que as companhias submetam a remuneração de seus administradores à assembleia geral. Para Davies essa foi a disposição realmente revolucionária dessa lei⁴⁴⁶.

Mas o *Directors' Remuneration Report Regulation 2002* não condicionou o pagamento da remuneração a sua aprovação pelos acionistas; pelo contrário, dispôs expressamente que a

⁴⁴² (3)The company is also under obligation, whenever it grants to a director a right to subscribe for shares in, or debentures of, the company to enter in the register against his name (*Section 325, UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 Chapter 6 (Companies Act 1985)*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁴³ *Section 195 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 11 & 12 Geo. 6. Chapter 38 (Companies Act 1948)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁴ *Section 328 (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁵ *Sections 190 e ss. e 352 e ss. (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012); e *Sections 113 e ss. e 743 e ss. (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁶ “The crucial innovation was the requirement for an advisory vote of the shareholders for much of the information required to be included in the directors’ remuneration report (DRR) was already required to be disclosed under the [regras de listagem da LSE]. An advisory vote is a novel creature in the companies legislation” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 385).

aprovação em assembleia não é uma condição necessária ao pagamento de qualquer remuneração⁴⁴⁷.

Essas exigências aplicavam-se apenas às companhias abertas, e assim continua sendo⁴⁴⁸. Aos que questionam a utilidade desse voto consultivo, Davies argumenta que ele dá aos acionistas a oportunidade de expressarem sua opinião sobre o tema, o que antes só poderia ser feito se requisassem a inclusão do ponto na pauta de uma assembleia ou convocassem eles mesmos uma reunião extraordinária, procedimentos mais complexos e onerosos⁴⁴⁹.

Pesquisas demonstram que o efeito dessa mudança foi modesto. Steve Thompson, ao revisar diversas pesquisas empíricas sobre os efeitos das obrigações criadas pelo *Directors' Remuneration Report Regulation* na remuneração dos diretores britânicos, conclui que ela “não parece ter um impacto significativo mensurável sobre a fixação da remuneração”⁴⁵⁰. Após um pico de rejeição à remuneração dos diretores britânicos no ano de 2003, os votos de acionistas contrários às propostas diminuíram rapidamente e em 2005 somavam, na média, apenas 5%⁴⁵¹ — um índice superior àquele verificado em outras matérias, mas ainda assim modesto⁴⁵².

Isso não significa que a mudança tenha sido inócua: para Davies ela teve o efeito de encorajar os *boards* a consultar os principais acionistas antes de propor mudanças potencial-

⁴⁴⁷ “no entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section” (*Section 7*, que inseriu a *section 241A(8)* no *Companies Act 1985*, UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2002 No. 1986 (*Directors' Remuneration Report Regulation 2002*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 11 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁸ 439. Quoted companies: members' approval of directors' remuneration report
(1) A quoted company must, prior to the accounts meeting, give to the members of the company entitled to be sent notice of the meeting notice of the intention to move at the meeting, as an ordinary resolution, a resolution approving the directors' remuneration report for the financial year.

[...]

(5) No entitlement of a person to remuneration is made conditional on the resolution being passed by reason only of the provision made by this section (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 Chapter 46 (*Companies Act 2006*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012).

⁴⁴⁹ “the advisory vote gives the shareholders a guaranteed opportunity to express their views on the directors' remuneration, which, without section 439, they would be able to do only if they requisitioned a resolution to be added to the agenda of the accounts meeting or requisitioned an extraordinary meeting of shareholders” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 386).

⁴⁵⁰ THOMPSON, Steve. Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved? In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 58-73, p. 69.

⁴⁵¹ SHEEHAN, Kym. Say on pay and the outrage constraint. In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 255-283, p. 263.

⁴⁵² THOMPSON, Steve. Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved? In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 58-73, p. 68.

mente controversas à remuneração⁴⁵³. Pesquisas empíricas confirmam que após a introdução do *say on pay* no direito britânico os *boards* realmente passaram a consultar acionistas e especialistas para estabelecer a remuneração de administradores com mais frequência⁴⁵⁴.

Como visto nesta seção e nas anteriores, a disciplina da remuneração no direito britânico tornou-se mais rígida na última década. A tendência é que esse processo se intensifique, dados os projetos hoje em tramitação no executivo e legislativo britânicos.

4.7 O futuro da disciplina da remuneração nas companhias abertas britânicas

Em setembro de 2011 o *Department for Business, Innovation & Skills* publicou um *discussion paper* sobre remuneração de diretores, em um processo semelhante às audiências públicas promovidas eventualmente por autoridades governamentais brasileiras.

O *discussion paper* tratava de 5 temas: transparência, papel dos acionistas, papel dos comitês de remuneração, estrutura da remuneração e promoção de boas práticas.

O principal problema apontado quanto à transparência era a necessidade de maior clareza e simplicidade nos relatórios sobre remuneração, de forma a permitir aos investidores avaliar mais facilmente as práticas das companhias britânicas⁴⁵⁵.

Quanto ao papel dos acionistas, considerava-se a possibilidade de tornar seu voto vinculante para os administradores⁴⁵⁶.

Uma maior diversidade nos comitês de remuneração (que em regra são compostos quase que exclusivamente de executivos aposentados ou advindos de outras companhias), a possibilidade da inclusão de representantes de empregados nesses comitês e a necessidade de maior transparência na contratação de consultores sobre remuneração eram outros dos temas levantados⁴⁵⁷.

⁴⁵³ “the major impact of the reform, coupled with the support of the institutional shareholders, has been to encourage boards to discuss with their leading shareholders potentially contentious changes in remuneration before the policy is adopted and thus has to be voted on” (DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011, p. 386).

⁴⁵⁴ SHEEHAN, Kym. *Say on pay and the outrage constraint*. In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 255-283, pp. 263-269.

⁴⁵⁵ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration: discussion paper*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, p. 16.

⁴⁵⁶ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration: discussion paper*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, p. 21.

⁴⁵⁷ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration: discussion paper*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, pp. 25-30.

Nos demais pontos, suscitavam-se questões sobre critérios de avaliação de desempenho e sua relação com a remuneração variável; alongamento do horizonte de avaliação do desempenho; simplificação dos pacotes remuneratórios; possibilidade das companhias recuperarem remuneração já paga quando concluir-se que os resultados anteriormente divulgados estavam incorretos (chamada de *claw back*); e a constituição de um grupo de pesquisa e promoção de boas práticas⁴⁵⁸.

O governo britânico levou adiante principalmente as discussões quanto à transparência das informações e o papel dos acionistas, como se verá nas subseções seguintes.

4.7.1 Propostas para a melhoria da transparência das informações sobre remuneração de diretores

O tema da transparência das informações sobre remuneração de diretores já havia sido incluído em uma discussão inaugurada em 2010 com uma *discussion invitation* sobre relatórios narrativos⁴⁵⁹.

Esse convite ao debate colocava as seguintes questões: as atuais exigências de divulgação fornecem informações claras e úteis (I) quanto à remuneração total paga aos administradores e sua composição e (II) aos critérios de desempenho para o pagamento de remuneração e (III) sua relação com os objetivos estratégicos da companhia e com (IV) o desempenho da companhia comparativamente a esses critérios, de tal forma que haja (V) uma ligação demonstrável entre pagamento e desempenho?; e quanto (VI) ao processo através do qual a remuneração é estabelecida?⁴⁶⁰

⁴⁵⁸ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration: discussion paper*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, pp. 29 e ss.

⁴⁵⁹ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *BIS — The Future of Narrative Reporting: a Consultation*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, *passim*.

⁴⁶⁰ “Do the current disclosure requirements provide clear and usable information about:

- the total remuneration paid to directors, and how this is made up;
- the performance criteria for payments to directors, and how these
- relate to the company’s strategic objectives;
- company performance against these criteria, so that there is a
- demonstrable link between pay and performance;

• the process by which directors’ remuneration is decided?” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *BIS — The Future of Narrative Reporting: a Consultation*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, p. 16).

Em outra consulta, feita em setembro de 2011 (na mesma época do *discussion paper* sobre remuneração mencionado acima, portanto), as questões discutidas eram praticamente as mesmas⁴⁶¹.

Em janeiro do ano seguinte, em um pronunciamento no Parlamento Britânico, o *Secretary of State for Business, Innovation and Skills*, Sr. Vince Cable, anunciou o plano do governo de propor a divisão do *directors' remuneration report* em duas seções: uma detalhando a remuneração paga no exercício financeiro encerrado, e outra detalhando as propostas para o exercício financeiro seguinte⁴⁶².

Essa proposta ainda está em discussão. Em junho de 2012 foi preparado um *impact assessment* avaliando os prós e contras de algumas alternativas para melhoria das regras sobre transparência da remuneração⁴⁶³. Entre aquelas levantadas a preferida do governo consistia

⁴⁶¹ 5.7 The remuneration element of the Strategic Report should include the key pieces of information that shareholders have said they need to understand and assess a company's remuneration policy, including:

- A single figure for the total remuneration of each individual director.
- An explanation of how remuneration in the relevant financial year relates to performance, including graphical representation of company performance.
- Proposed remuneration policy and performance measures for the year ahead, including an illustration of potential remuneration if performance measures are exceeded, met or not met.
- The relationship between executive pay and pay across the organisation, and expenditure on executive pay as a proportion of profit.
- Information on service contracts and shareholdings of all directors.
- A summary of how the remuneration committee came to its decision (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *The Future of Narrative Reporting: Consulting on a new reporting framework*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, p. 28).

⁴⁶² UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF COMMONS. *Daily Hansard — Debate, 23 Jan 2012*. Disponível em: <<http://www.publications.parliament.uk>>. Acesso em 15 de dezembro de 2012.

⁴⁶³ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Improved Transparency of Executive Remuneration reporting: Impact Assessment*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012.

em separar o relatório sobre remuneração em duas partes, uma dedicada a políticas para o futuro e outra à implementação de políticas passadas⁴⁶⁴.

A divisão do *report* em duas partes se tornou necessária devido à proposta de implementar-se o voto vinculante dos acionistas quando à remuneração (vide abaixo), já que ele naturalmente será um voto prospectivo. Além disso, os principais objetivos são tornar as informações e a relação entre remuneração e desempenho mais claras⁴⁶⁵. A quantidade de informação a ser divulgada, porém, aumentará consideravelmente.

4.7.2 Propostas quanto ao voto dos acionistas

O *Department for Business Innovation & Skills* recebeu 164 respostas ao *discussion paper* sobre remuneração dos diretores publicado em setembro de 2011, acima referido.

No que toca ao voto dos acionistas, a maioria das respostas foi contrária a sua vinculatividade, apontando-se ainda que não seria prático votar sobre a remuneração já paga (que é o foco do *directors' remuneration report*)⁴⁶⁶. A sugestão mais popular entre aqueles favoráveis a

⁴⁶⁴ Eis o conteúdo de cada uma das seções:

“Future Policy:

- a) A table setting out the key elements of pay and supporting information, including how each supports the achievement of the company's strategy, the maximum potential value and performance metrics
- b) Information on employment contracts.
- c) Scenarios for what directors will get paid for performance that is above, on and below target.
- d) Information on the percentage change in profit, dividends and the overall spend on pay.
- e) The principles on which exit payments will be made, including how they will be calculated; whether the company will distinguish between types of leaver or the circumstances of exit and how performance will be taken into account.
- f) Material factors that have been taken into account when setting the pay policy, specifically employee pay and shareholder views.

Implementation of the policy:

- a) Single total figure of remuneration for each director
- b) Detail of performance against metrics for long term incentives
- c) Total pension entitlements (for defined benefit schemes)
- d) Exit payments made in year
- e) Detail on variable pay awarded in year
- f) Total shareholdings of directors
- g) Chart comparing company performance and CEO pay
- h) Information about who has advised the remuneration committee
- i) Information about how shareholder's voted at the previous years' AGM” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Improved Transparency of Executive Remuneration reporting: Impact Assessment*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, pp. 12-13).

⁴⁶⁵ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Improved Transparency of Executive Remuneration reporting: Impact Assessment*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, pp. 12-13.

⁴⁶⁶ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration discussion paper: summary of responses*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, p. 7.

novas medidas era a criação da exigência de aprovação, pelos acionistas, dos contratos de prestação de serviços firmados entre a companhia e os diretores⁴⁶⁷.

As respostas levaram a uma nova consulta, publicada em março de 2012, em que o governo britânico apresentou propostas mais concretas para a revisão do papel dos acionistas na fixação da remuneração dos diretores. Eram elas as seguintes: (I) voto anual e vinculante quanto às políticas de remuneração futuras; (II) elevação do quorum exigido para aprovação de políticas de remuneração futuras; (III) voto anual consultivo quanto às políticas de remuneração implementadas no ano anterior; e (VI) voto vinculante quanto a pagamentos pelo encerramento de contratos em valor superior ao equivalente a um ano de salário básico⁴⁶⁸.

Após receber respostas, o governo publicou um guia das reformas propostas⁴⁶⁹. Em um documento curto, reiteraram-se as ideias apresentadas na consulta feita em março de 2012, com exceção da exigência de quorum qualificado para a aprovação da remuneração.

De junho de 2012, esse guia da reforma se integrava com as discussões referentes à publicidade da remuneração. As matérias para as quais ele advogava um voto vinculante dos acionistas eram as mesmas que o *impact assessment* sobre publicidade editado no mesmo mês (vide seção anterior) agrupava como matérias referentes à remuneração futura. Da mesma forma, as matérias sujeitas a um voto consultivo dos acionistas eram aquelas que apareciam no *impact assessment* como referentes à remuneração passada⁴⁷⁰.

A mais recente etapa nesse processo de reforma da disciplina da remuneração ocorreu em julho de 2012, com a publicação do *impact assessment* sobre *say on pay*. Seguindo a estrutura desse tipo de documento, expõem-se nele os prós e contras de certas alternativas para a melhoria da regulação da participação dos acionistas no processo de estabelecimento da remuneração. Dentre as possibilidades levantadas o documento favorece aquelas que já vinham sendo discutidas: voto vinculante dos acionistas quanto à remuneração futura; voto consultivo

⁴⁶⁷ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration discussion paper: summary of responses*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, p. 8.

⁴⁶⁸ “• An annual binding vote on future remuneration policy
• Increasing the level of support required on votes on future remuneration policy
• An annual advisory vote on how remuneration policy has been implemented in the previous year
• A binding vote on exit payments over one year’s base salary” (UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive Pay: Shareholder voting rights consultation*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, p. 6).

⁴⁶⁹ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Directors’ Pay: guide to government reform*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012.

⁴⁷⁰ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Directors’ Pay: guide to government reform*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012, pp. 2 e 3.

quanto à efetiva implementação das políticas sobre remuneração no ano anterior; e voto vinculante quanto a pagamentos pelo fim de contratos⁴⁷¹.

É importante destacar que na proposta britânica os acionistas não fixarão o valor exato da remuneração dos administradores; eles aprovarão uma política de remuneração, cuja observância pelos administradores poderão posteriormente avaliar. Isso confere flexibilidade ao processo, deixando o controle jurídico dos abusos à disciplina geral da remuneração (vista na seção 4.2) e às exigências de aprovação específica para contratos de longo prazo e pagamento de indenizações pelo fim do prazo contratual (vistas na seção 4.3).

Com isso encerra-se a análise da disciplina da remuneração dos administradores no direito britânico. No próximo capítulo utilizar-se-ão os subsídios até aqui construídos para a compreensão do direito brasileiro e suas perspectivas para um futuro próximo.

⁴⁷¹ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Shareholder votes on directors' remuneration: Impact Assessment*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012, p. 18.

5 A DISCIPLINA DA REMUNERAÇÃO DE ADMINISTRADORES NO DIREITO SOCIETÁRIO BRASILEIRO

A Lei 3.150 de 1882, que introduziu a liberdade de constituição de companhias no Brasil, introduziu também a disciplina da remuneração dos administradores. Em seus artigos 9º e 10 este diploma dispunha que o exercício da administração poderia ser estipendiado ou gratuito; que a retribuição deveria ser fixada no estatuto; e que a participação nos lucros que fosse devida aos administradores seria tirada dos lucros líquidos depois de deduzida a parte destinada a formar o fundo de reserva⁴⁷².

O Decreto 164, que reformou a lei das sociedades anônimas em 1890, não alterou esses dispositivos⁴⁷³. Já o Decreto 434 de 1891, que consolidou a disciplina das companhias, inovou ao deixar de exigir que a remuneração fosse prevista no estatuto; ao permitir expressamente que a assembleia (e não só o estatuto) atribuisse participação nos lucros aos administradores; e ao permitir que as companhias dispusessem livremente no estatuto sobre o modo de dedução da participação dos administradores nos lucros da sociedade⁴⁷⁴.

Ao contrário de seus antecessores de vida curta, o Decreto 434 vigorou até 1940⁴⁷⁵, quando foi baixado o Decreto Lei 2.627. Seu art. 116 dispunha que a forma de remuneração dos administradores deveria constar do estatuto⁴⁷⁶.

Para Aloysio Pontes por *forma de remuneração* entenda-se que “devem [os estatutos] determinar que a remuneração seja fixada pela assembleia que os eleger, seja pela assembleia

⁴⁷² Art. 9º As sociedades ou companhias anonymas serão administradas por mandatarios temporarios, revogaveis, reelegiveis, socios ou não socios, estipendiados ou gratuitos, não podendo cada mandato exceder o prazo de seis annos.

Art. 10. O numero, retribuição, nomeação, duração, destituição, substituição e attribuição dos administradores da sociedade serão fixados nos estatutos ou contrato social. (...) § 4º A porcentagem que fôr devida aos administradores, fundadores, ou quaesquer empregados da sociedade, será tirada dos lucros liquidos, depois de deduzida a parte destinada a formar o fundo de reserva (BRASIL. *Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

⁴⁷³ Arts. 9º e 10 (BRASIL. *Decreto n. 164, de 17 de janeiro de 1890*. Disponível: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

⁴⁷⁴ Art. 98. O mandato de administrador póde ser estipendiado ou gratuito. Quando, pelos estatutos, ou por deliberação da assembléa geral, for devida aos administradores, ou a quaesquer empregados, uma certa porcentagem de lucros liquidos, essa porcentagem, salva disposição em contrario dos estatutos, será tirada dos lucros liquidos, depois de deduzida a parte destinada ao fundo de reserva, quando porventura instituido. (Lei n. 3150 de 1882, art. 9º; Decr. n. 8821 do mesmo anno, art. 42; Decr, n. 164 de 1890, art. 9º, 1ª parte.) (BRASIL. *Decreto n. 434, de 4 de julho de 1891*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

⁴⁷⁵ Mas não sem modificações; vide, p.e., o Decreto 21.536, referido na subseção 2.3.3, acima, que introduziu as ações preferenciais no Brasil.

⁴⁷⁶ “Art. 116. A sociedade por ações ou companhia será administrada por um ou mais diretores, acionistas ou não, residentes no país, escolhidos pela assembléa geral, que poderá destitui-los a todo tempo.

§ 1º Dos estatutos deverão constar:

[...]

b) o seu número e a maneira por que serão remunerados (artigo 134) (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

geral ordinária de cada ano [...] ou por outra forma”⁴⁷⁷. Já para Lamy Filho, *forma de remuneração* “tanto poderia dizer respeito ao “*quantum*” a que cada Diretor faria jus, como, e especialmente, se teria direito a participação nos lucros do exercício”⁴⁷⁸.

A referência ao art. 134 feita pelo art. 116 faz parecer preferível a posição de Lamy Filho, dado que esse artigo dispõe sobre o modo de dedução e condições de pagamento da participação nos lucros atribuída aos administradores⁴⁷⁹. O art. 134 também introduz uma limitação material à participação nos lucros que seria ampliada na Lei das S.A.: a vedação ao pagamento aos administradores de participação nos lucros naqueles exercícios em que não fosse distribuído um dividendo igual a no mínimo 6% do lucro líquido. Até então o direito pátrio havia disposto apenas sobre a forma de estabelecer-se a remuneração, se pela assembleia ou estatuto, e sobre o cálculo da participação dos administradores no lucro. A mudança coincide com o início da trajetória de concentração do capital das companhias brasileiras e denota uma maior preocupação com o abuso do poder de controle no estabelecimento da remuneração, em consonância com as observações feitas na seção 3.3.

Essa seria também uma preocupação da Lei das S.A., como se verá nas seções seguintes.

5.1 A disciplina da remuneração na Lei das S.A.

O centro da disciplina da remuneração de administradores na Lei das S.A. está em seu art. 152:

Remuneração

Art. 152. A assembleia-geral fixará o montante global ou individual da remuneração dos administradores, inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação, tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado.

§ 1º O estatuto da companhia que fixar o dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido, pode atribuir aos adminis-

⁴⁷⁷ PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 144.

⁴⁷⁸ LAMY FILHO, Alfredo. Remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão da Administração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 394-403, pp. 396-397.

⁴⁷⁹ Art. 134. Os estatutos sociais regularão o modo de dedução e as condições de pagamento das percentagens sobre os lucros líquidos que forem atribuídos, como remuneração, aos diretores. Qualquer que seja a forma de dedução adotada, os diretores não poderão receber percentagem alguma sobre os lucros líquidos verificados nos balanços em que não fôr distribuído aos acionistas um dividendo à razão de 6% ao ano, no mínimo, observadas as disposições legais quanto às quotas que devam ser creditadas ao fundo de reserva. (BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

tradores participação no lucro da companhia, desde que o seu total não ultrapasse a remuneração anual dos administradores nem 0,1 (um décimo) dos lucros (artigo 190), prevalecendo o limite que for menor.

§ 2º Os administradores somente farão jus à participação nos lucros do exercício social em relação ao qual for atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório, de que trata o artigo 202⁴⁸⁰.

Pela linguagem do dispositivo distinguem-se duas espécies dentro do gênero *remuneração*: (I) remuneração *stricto sensu*; e (II) participação nos lucros. Dentro da primeira categoria incluem-se os *benefícios de qualquer natureza* e as verbas de representação⁴⁸¹.

A exposição de motivos apresentada ao Congresso quando da propositura do projeto que resultou na Lei das S.A. deixa bastante claro que o objetivo da norma é prevenir abusos da maioria sem inviabilizar a contratação de profissionais qualificados⁴⁸².

A doutrina pátria é uníssona em afirmar que a finalidade da norma é proteger os acionistas minoritários contra abusos dos controladores. Nesse sentido Alfredo Lamy Filho, invo-

⁴⁸⁰ BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012.

⁴⁸¹ “Por remuneração deve-se entender não só o pro labore [...] como todos os demais benefícios, de qualquer natureza, que possam ser concedidos aos dirigentes da companhia, inclusive verbas de representação, uso de veículos, etc., os quais sofrerão as variações que a assembleia definir, tendo em conta, dentre outros, os fatores indicados, exemplificativamente, no art. 152 da Lei das Companhias” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 200).

⁴⁸² “conciliar-se o interesse em mobilizar o bom técnico, que exige remuneração adequada, com o objetivo de evitar notórios abusos de acionistas majoritários, que se elegem para se atribuírem honorários sem proporção com os serviços prestados” (BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 25 de agosto de 2012).

cando Trajano de Miranda Valverde⁴⁸³; Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro⁴⁸⁴; e Modesto Carvalhosa⁴⁸⁵.

Não caberia aqui uma análise profunda do tema *abuso do poder de controle*, o que certamente se prestaria a outra dissertação, mas oferecer-se-á uma breve análise de seu vínculo com o tema da remuneração.

Comparato subdivide o abuso do poder de controle em duas categorias: (I) desvio de poder, o “afastamento não da forma mas do espírito da lei, representando ato típico de *frau legis*, e não *contra legis*”; e (II) o excesso de poder, “quando o agente, embora perseguindo fins consagrados ou impostos pela ordem jurídica, interfere, não obstante, de modo mais do que necessário na esfera jurídica alheia”⁴⁸⁶.

Tratando-se de remuneração de administradores a forma mais comum de abuso é a atribuição de um valor exagerado, incompatível com a responsabilidade do cargo e demais critérios previstos no art. 152, *caput*. No que diz respeito à remuneração variável, tais como bônus de desempenho, o abuso também pode ocorrer através da definição de metas e métodos de aferição de desempenho inadequados, *i.e.*, que não refletem os objetivos estratégicos da companhia nem são proporcionais ao sucesso dos administradores em atingi-los. Já nos pla-

⁴⁸³ “os critérios gerais a que se deve obedecer a Assembleia Geral na fixação da remuneração [...] são padrões de referência que, a rigor, podiam ser considerados insitos na lei revogada, como se pode deduzir, a propósito, dessa observação de Trajano Valverde (1959, v. 3, n° 610, p.290):

“Há casos em que um grupo forte de acionistas, representado por poucas pessoas domina a Assembleia Geral e vota remuneração exagerada, abusiva para os membros da diretoria, em regra pertencentes ao grupo. Os acionistas dissidentes poderão, tomado em ata o seu protesto, promover ação para anular a deliberação ou pleitear a redução da remuneração aprovada pela maioria.”

Todavia, expressos como estão na Lei n° 6.404, e dentro de um sistema estrito de defesa de minoria, e de condenação do abuso de direito de voto (art. 115), sua observância há de revestir-se de maior rigor” (LAMY FILHO, Alfredo. Remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão da Administração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 394-403, p. 397).

⁴⁸⁴ “o art. 152, *caput*, traduz a preocupação do legislador, mais uma vez, com eventuais abusos da maioria, que domina tanto a Assembleia quanto os órgãos de gestão, e que se mostra propensa, muitas vezes, a auferir lucros indiretamente por meio da atribuição aos administradores de elevados níveis remuneratórios, em detrimento da minoria. [...] Há que se ponderar, por outro lado, que o sucesso da sociedade — e por consequência a rentabilidade e a valorização de suas ações — depende em alto grau de sua qualidade gerencial, sendo certo que somente mediante a oferta de bons atrativos financeiros, logrará ela constituir um corpo de administradores profissionais competentes”; e “A par da remuneração regular, poderão os administradores fazer jus a uma participação nos lucros sociais. Três regras edita a lei a respeito, nos parágrafos 1° e 2° do art. 152, igualmente com o propósito de limitar tal participação a montantes razoáveis e de preservar os interesses da minoria no que diz respeito ao auferimento de dividendos” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 465-466).

⁴⁸⁵ “Tanto no capítulo das remunerações diretas e indiretas como no de participação nos lucros, a norma visou a estabelecer critérios legais que permitam à minoria argüir abusos dos controladores no que tange à apropriação pelos dirigentes societários dos recursos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 254).

⁴⁸⁶ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 364.

nos de outorga de ações e opções, o abuso pode se manifestar através da adoção de regras que neutralizem o risco do plano para os administradores.

Em todos esses casos verifica-se o desvio de finalidade — utiliza-se o poder para estabelecer a remuneração não no interesse da companhia, mas no interesse do detentor desse poder ou de terceiros a quem ele queira beneficiar.

Um caso que chegou à apreciação da CVM ilustra o abuso de poder de controle no estabelecimento de remuneração. Os controladores do Banco Mercantil do Brasil S.A., em uma data incerta mas anterior a 12 de julho de 1999, fizeram com que a sociedade estabelecesse um conselho consultivo. Em 2004 um conselheiro fiscal da companhia apresentou à CVM uma denúncia de irregularidades no funcionamento desse conselho. Após investigações apurou-se que o conselho não havia tomado nenhuma deliberação entre 12 de julho de 1999 e 5 de novembro de 2003, muito embora nos exercícios de 2001 e 2002 seus membros tenham recebido conjuntamente uma remuneração equivalente a 29% dos dividendos distribuídos pela companhia. Segundo a denúncia, essa discrepância aparentemente inexplicável se devia ao fato de que o verdadeiro objetivo do órgão não era a prestação de qualquer tipo de auxílio técnico à companhia, mas o acomodamento de interesses e conveniências das famílias detentoras do controle acionário, que estariam em conflito⁴⁸⁷.

Os envolvidos na instalação do conselho e os próprios conselheiros apresentaram uma proposta de termo de compromisso para por fim ao processo administrativo. A CVM rejeitou a proposta por entender que ela não era suficiente para indenizar os prejuízos causados ao Banco Mercantil com o pagamento das remunerações. Embora não tenha sido julgada a conduta em si, essa decisão indica que é grande a chance de seus agentes virem a ser condenados em eventual decisão de mérito.

O abuso do poder de controle pode se manifestar ainda pelo estabelecimento de uma baixíssima remuneração. Um caso submetido ao Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul (TJ/RS) ilustra o afirmado.

Os dois únicos acionistas de Mercador S.A. haviam firmado um acordo de acionistas se comprometendo a dividir igualmente os cargos da diretoria, cada um deles se obrigando a votar no sentido de eleger dois diretores indicados pela outra parte. Uma vez eleitos os administradores, a acionista Katalyx Inc., que detinha 54% do capital votante, fez a companhia aprovar uma resolução reduzindo drasticamente a remuneração dos diretores indicados pela

⁴⁸⁷ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo de Termo de Compromisso CVM n. RJ2009/10254*. Julgado em 2 de fevereiro de 2010.

sócia Netpar Participações Ltda., mantendo aquela do diretor por ela indicado⁴⁸⁸, sob a alegação de que a companhia precisava reduzir despesas. Os julgadores entenderam que a sócia Katalyx Inc. demonstrou satisfatoriamente a necessidade de reduzir despesas e consideraram que o não preenchimento de uma das vagas da diretoria que lhe eram garantidas indicava que a sócia majoritária não estava impondo o sacrifício exclusivamente à minoritária. Como resultado, a apelação foi julgada improcedente⁴⁸⁹.

No caso narrado não prosperou a tentativa do acionista de imputar à sócia majoritária o abuso de sua posição; em outras circunstâncias, a decisão poderia ter sido diversa. Um exemplo sempre lembrado é o do controlador que reduz a remuneração dos administradores a um valor simbólico para prejudicar membros do conselho de administração ou conselho fiscal indicados pelos minoritários, enquanto paralelamente mantém a remuneração daqueles por ele indicados através de outras sociedades sob seu controle.

Na medida em que aumentou a concentração de capital das companhias brasileiras ao longo do século XX, aumentou também a preocupação da lei com esse tipo de caso. Até o advento do Decreto Lei 2.627 não havia qualquer limitação à remuneração dos administradores. Esse diploma — baixado em 1940, quando o processo de concentração do capital das sociedades brasileiras estava ainda em um estágio inicial — exigia que fossem distribuídos dividendos de no mínimo 6% do lucro líquido para que os administradores pudessem participar dos lucros. A Lei das S.A., sancionada em 1976, quando o referido processo de concentração já estava consolidado, amplia o dividendo mínimo para 25% e acrescenta diversas outras limitações, que serão estudadas ao longo deste capítulo. Trata-se de uma reação coerente com o sustentado na seção 3.3 — com o fortalecimento do controle aumentam os riscos de seu abuso. O direito responde a essa mudança limitando o poder do controlador. Ao mesmo tempo a figura do administrador perde importância para a do controlador, e a remuneração e as limitações a sua remuneração não são percebidas como particularmente relevantes.

Antes de aprofundar-se na análise da disciplina de remuneração na Lei das S.A. — objeto deste capítulo — faz-se necessário um esclarecimento sobre a relação entre normas trabalhistas e normas de direito societário.

O exercício da administração não implica uma relação de trabalho. Todavia, nada impede que a companhia firme um contrato de trabalho com seus diretores, que com isso passa-

⁴⁸⁸ Um dos cargos de direção estava vago.

⁴⁸⁹ BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Apelação Cível n. 70016060584*. Netpar Participações Ltda x Mercador S.A. e Katalyx Inc. 12ª Câmara Cível. Rel. Dálvio Leite Dias Teixeira. Julgado em 22 de março de 2007.

rão a gozar da proteção oferecida pela lei brasileira aos empregados. A Súmula 269 do Tribunal Superior do Trabalho deixa claro que ambas situações são plenamente admissíveis⁴⁹⁰.

Do ponto de vista do Direito Societário, é irrelevante se o administrador é ou não um empregado da companhia. A existência de um contrato de trabalho não impede, por exemplo, que a assembleia reduza a remuneração dos administradores. Violações às normas trabalhistas deverão ser resolvidas nessa seara, sem que se traga o sistema legal de proteção ao empregado ao seio do direito societário. Por outro lado, a existência de um contrato de trabalho não dispensa as partes do cumprimento das exigências da lei societária.

Dessa forma, nos capítulos que seguem passar-se-á ao largo de quaisquer questões trabalhistas.

5.2 Obrigatoriedade e direito à remuneração

Até o Decreto Lei 2.627 o direito brasileiro autorizava expressamente o exercício gratuito da administração⁴⁹¹. A supressão dessa autorização e a dicção do art. 116, § 1º, *b* do Decreto Lei 2.627 levaram Aloysio Pontes a afirmar que não haveria mais a possibilidade de exercício gratuito da administração e que para se obter o mesmo resultado seria necessário que os administradores renunciassem ao valor estabelecido pela assembleia⁴⁹².

De fato era essa a intenção de Trajano de Miranda Valverde, responsável pelo anteprojeto do que se tornara o Decreto Lei 2.627. Para ele, “não se compreende que quem dirige uma sociedade de fim lucrativo e assume responsabilidades não pequenas exerça o cargo sem nada receber”, o que só se admitiria na sociedade “de família”⁴⁹³.

A compreensível posição do eminente jurista, preocupado com a profissionalização das sociedades brasileiras que estava, carece de flexibilidade, o que inviabiliza sua manutenção nos dias de hoje, mesmo que o texto da lei siga silenciando sobre a possibilidade do exercício gratuito da administração.

O melhor exemplo de sociedade em que se justifica a administração gratuita são as sociedades de propósito específico (SPEs), geralmente constituídas para a realização de um

⁴⁹⁰ Nº 269. DIRETOR ELEITO. CÔMPUTO DO PERÍODO COMO TEMPO DE SERVIÇO (mantida) — Res. 121/2003, DJ 19, 20 e 21.11.2003. O empregado eleito para ocupar cargo de diretor tem o respectivo contrato de trabalho suspenso, não se computando o tempo de serviço desse período, salvo se permanecer a subordinação jurídica inerente à relação de emprego (BRASIL. TRIBUNAL SUPERIOR DO TRABALHO. *Resolução n. 185/2012*. Disponível em: <<http://www.tst.jus.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012).

⁴⁹¹ Vide o início deste capítulo.

⁴⁹² “Podem, todavia, os diretores espontaneamente, fixados os seus honorários, a eles renunciar” (PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 145).

⁴⁹³ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*, v. 2., Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 51.

único projeto. É muito comum que seus administradores sejam os empregados da sociedade controladora encarregados de gerenciar o projeto em questão.

Nessas circunstâncias, não há necessidade de remunerarem-se os administradores, pois presume-se que eles já estejam sendo remunerados por seu empregador pela gerência do projeto. Não faria sentido obrigar a assembleia a conferir-lhes uma verba para sua remuneração para que depois eles renunciem a ela.

Esse argumento demonstra a inconsistência da posição de Aloysio Pontes. Admitindo-se que os administradores exerçam suas funções gratuitamente, não há razão para exigir que a assembleia estabeleça uma remuneração, a ser posteriormente renunciada. Ninguém, ainda que eleito para o cargo, é obrigado a tomar posse como administrador de uma companhia; quem o faz tendo conhecimento de que não será remunerado por isso aceita essa condição. Caso lhe tenha sido prometido uma remuneração e a promessa não tenha sido cumprida, basta que renuncie às funções (e demande judicialmente a indenização cabível pela quebra do acordado).

Por outro lado, é necessário atentar para casos de abuso do poder de controle, tal como referido na seção anterior.

Por essas razões deve-se analisar a legitimidade da deliberação da assembleia de não colocar à disposição dos administradores qualquer verba para sua remuneração caso a caso. Na falta de uma circunstância que justifique *prima facie* essa decisão, cabe investigar se não se está diante de um caso de abuso do poder de controle.

Segundo Carvalhosa, uma vez estabelecida a remuneração, os administradores adquirem um crédito sobre a verba⁴⁹⁴. O TJ/RS decidiu que cabe ação monitória para a cobrança dos honorários do administrador, ainda que eles tenham sido estabelecidos globalmente pela assembleia e não tenham sido formalmente (*i.e.*, mediante decisão registrada em ata) individualizados⁴⁹⁵.

Tanto o comentário de Carvalhosa quanto a decisão do Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul se referem à parcela fixa da remuneração, mas a participação dos administradores nos resultados e os planos de outorga de opções também podem gerar uma obrigação para a companhia e um direito para os administradores. Como afirmou a *Court of Appeal* em *Mallone v BPB Industries*, não se pode admitir que se trate um plano de incentivo

⁴⁹⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 260.

⁴⁹⁵ BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Apelação cível n. 70062126*. Santa Helena Máquinas Agrícolas S.A. x Vicente Borini. 20ª Câmara Cível. Rel. Carlos Cini Marchionatti. Julgado em 8 de outubro de 2003.

como uma espécie de miragem: pela qual o executivo é convidado a participar, encorajado a bem desempenhar suas funções em troca de uma recompensa, recebe opções em reconhecimento a seu bom desempenho, é movido a mais atos de bom desempenho e lealdade, apenas para descobrir, ao final talvez de vários anos de trabalho, quando talvez a sorte tenha mudado e seus poderes tenham minguado, que suas opções, talvez já maduras para serem exercidas, lhe são removidas sem explicação⁴⁹⁶.

Cabe destacar que para que os administradores possam invocar um direito à participação nos lucros ou ao exercício de opções de compra é necessário que os requisitos legais sejam preenchidos e que tal direito seja líquido.

Os administradores só farão jus a uma remuneração caso tenham de fato desempenhado as funções para que foram eleitos, e atuado de forma compatível com tal função⁴⁹⁷.

Pelo exposto vê-se que o direito brasileiro parte da onerosidade da relação de administração, admitida excepcionalmente a gratuidade. É essa, aliás, a regra geral do direito comercial. Na ausência de deliberação da assembleia, portanto, tem os administradores direito a reclamar uma remuneração justa pelos serviços prestados, a ser estabelecida de acordo com os parâmetros do art. 152 da Lei das S.A. A solução oposta à do direito britânico se explica pela origem da sociedade por ações em cada uma das jurisdições: enquanto no *UK* ela se desenvolveu a partir do *trust*, no Brasil ela já nasceu dentro do seio do direito comercial.

5.3 Remuneração fixa

A remuneração fixa ou pró-labore é a contraprestação por um serviço prestado, baseada “num princípio de equivalência jurídico-econômica entre benefício auferido e custo despendido para a sua obtenção”⁴⁹⁸. Essa contraprestação pode ser em pecúnia ou em gêneros, “como sucede com os *fringe benefits*, a que o art. 157, alínea “c”, faz referência, aludindo aos “benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares”⁴⁹⁹.

⁴⁹⁶ UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. Court of Appeal (Civil Division). *Mallone v BPB Industries plc*, [2002] EWCA Civ 126. Este trecho foi citado em inglês na nota de rodapé n. 354.

⁴⁹⁷ Nesse sentido vide os seguintes julgados: BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação Cível n. 06.703-4/6*. Correio Popular S.A. x Carlos Roberto Pereira Garcia. 9ª Câmara de Direito Privado. Rel. Marcos César. Julgado em 22 de agosto de 2000; e BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação com revisão n. 250.320-4/1-00*. Moinho Água Branca x Kim Wang. 6ª Câmara de Direito Privado. Rel. Vito Guglielmi. Julgado em 20 de abril de 2006.

⁴⁹⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 50.

⁴⁹⁹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 50.

Em 1997 a Lei 9.457 adicionou ao *caput* do art. 152 a expressão “inclusive benefícios de qualquer natureza e verbas de representação”, deixando claro que os *fringe benefits* também se submetem às normas do dispositivo. Carvalhosa afirma que a mudança foi promovida para por fim a abusos que vinham sendo cometidos, com a atribuição de elevada remuneração indireta a administradores, presumivelmente sem aprovação da assembleia⁵⁰⁰. A ausência de disposição expressa sobre o tema anteriormente à Lei 9.457 seguramente dava margem a debates, especialmente diante do art. 157, § 1º. Este dispositivo determina que os administradores prestem à assembleia geral ordinária determinadas informações mediante requisição de acionistas representando pelo menos 5% do capital social, dentre as quais “os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo”⁵⁰¹. Seria desnecessário que os administradores prestassem esclarecimentos sobre sua remuneração, uma vez que ela é determinada pela própria assembleia. O fato da norma (que preserva sua redação original) exigir que os administradores informem ao conclave sobre benefícios ou vantagens indiretas ou complementares que eventualmente recebam dá a entender que a Lei das S.A. não os considerava parte da remuneração até o advento da Lei 9.457⁵⁰².

Atualmente, porém, a competência da assembleia para dispor sobre benefícios de qualquer natureza é inequívoca. Assim decidiu o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo ao julgar que o reembolso de despesas médicas, odontológicas e hospitalares dos administradores, em valores diversos dos usualmente concedidos aos empregados da empresa, sem aprovação da assembleia, importa enriquecimento sem causa⁵⁰³.

Seria interessante saber como o tribunal decidiria caso o reembolso houvesse sido feito nos mesmo termos do “usualmente concedido aos empregados da empresa”. Quer parecer que essa circunstância não deveria modificar a decisão. A lei estabelece um requisito para a remuneração dos administradores (aprovação da assembleia) que não se aplica aos demais trabalhadores. Essa restrição se justifica pelo fato de que os empregados não decidem sobre os

⁵⁰⁰ “Com essa regra imperativa, procura-se cercear os abusos que vinham sendo cometidos, notadamente nas companhias abertas, com respeito à remuneração indireta dos administradores, representada por serviços particulares e facilidades que lhes são atribuídas, num constante e progressivo aumento de remuneração indireta” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 251).

⁵⁰¹ Art. 157, § 1º, c (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁰² Embora o art. 157 permaneça inalterado, a emenda ao art. 152 não permite qualquer dúvida quanto ao fato dos benefícios indiretos ou complementares atualmente integrarem a remuneração.

⁵⁰³ BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação Cível n. 504.993-4/0*. José Geraldo Bretas Júnior x COSESP — Companhia de Seguros do Estado de São Paulo. 1ª Câmara “A” de Direito Privado. Rel. Sousa Lima. Julgado em 26 de junho de 2007.

próprios salários, ao contrário do que aconteceria se fosse dispensada a aprovação da assembleia para a remuneração dos administradores. A lei evita a ocorrência desse conflito de interesses (cuja existência o direito britânico reconhece, mas não impede que ocorra), e como ele não deixa de estar presente no caso de benefícios compartilhados com os empregados, ela deve ser igualmente aplicada nessas circunstâncias.

Pelo exposto fica claro que cabe à assembleia geral, e exclusivamente a ela⁵⁰⁴, fixar a remuneração dos administradores. Modesto Carvalhosa entende que “ao estatuto apenas cabe estabelecer alguns parâmetros, bases ou critérios para a deliberação da assembleia geral”⁵⁰⁵; já Lamy Filho entende que, embora isso seja inconveniente, os estatutos das companhias anônimas poderiam prever a remuneração de seus administradores⁵⁰⁶. Não há qualquer prejuízo em permitir que a remuneração dos administradores seja estabelecida no estatuto, ainda mais quando o quorum para sua alteração é o mesmo daquele necessário para o estabelecimento de remuneração⁵⁰⁷. Caso o estatuto estabeleça quorum diferenciado para um ou outro caso (em especial para sua própria alteração, hipótese mais comum), cabe se perguntar se não haveria aí algum abuso de poder de controle. Concluindo-se pela legitimidade do quorum qualificado, não há por que negar-lhe vigência. De toda forma, como ressaltado por Lamy Filho, parece bastante inconveniente estabelecer a remuneração dos administradores no estatuto.

5.3.1 Critérios de fixação e individualização da remuneração fixa

Para Lamy Filho, Teixeira e Guerreiro e Carvalhosa⁵⁰⁸ as circunstâncias elencadas no *caput* do art. 152 (responsabilidades, tempo dedicado às funções, competência e reputação profissional e valor dos serviços no mercado) são critérios a serem observados pela assembleia, que fornecem à minoria bases para argüir eventuais abusos da maioria.

⁵⁰⁴ “o legislador não deixou espaço para que qualquer outro órgão atribua benefício ou verba de qualquer natureza aos administradores, e o fez precisamente para evitar condutas indesejadas em causa própria” (BARBOSA, Marcelo. § 289 — Remuneração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.080-1.084, p. 1.081).

⁵⁰⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 263.

⁵⁰⁶ LAMY FILHO, Alfredo. *Remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão da Administração*. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 394-403, p. 397.

⁵⁰⁷ É essa a regra geral, já que ambas as matérias estão sujeitas ao art. 129, que exige maioria absoluta para as deliberações.

⁵⁰⁸ Vide trechos citados nas notas de rodapé nn. 476 a 478.

Dada sua abertura, a aplicação de tais critérios só pode ser analisada *in concreto*. Abusos da maioria deverão ser combatidos nas formas previstas pela Lei das S.A.: através de pedido de anulação da assembleia ou deliberação ou ação de responsabilidade do controlador⁵⁰⁹.

Carvalhosa indica que a ação cabível seria a do art. 159 da Lei das S.A.⁵¹⁰, que regula a ação de responsabilidade dos administradores. Tal proposta só pode ser creditada a um lapso do eminente jurista, pois não faria sentido responsabilizar os administradores por um ato da assembleia. Ainda que o próprio controlador exerça a administração, é na condição de acionista, e não na de administrador, que ele deverá responder pelos danos causados.

O mesmo jurista, além de Nelson Eizirik, defende que a remuneração fixa dos conselheiros deve ser idêntica. Isso porque, segundo ambos, do ponto de vista jurídico todos conselheiros preenchem os critérios elencados no *caput* do art. 152 na mesma medida, visto que suas funções são idênticas e exercidas conjuntamente, excetuando-se apenas o presidente e secretário, cuja remuneração diferenciada justifica-se pelo fato de possuírem responsabilidades adicionais⁵¹¹⁻⁵¹².

Quanto às responsabilidades e tempo dedicado às funções, não há como negar razão a ambos. Competência, reputação profissional e valor dos serviços no mercado, por outro lado, são características pessoais, e poderiam justificar uma diferenciação. Imagine-se a seguinte

⁵⁰⁹ O art. 246 limita a ação de responsabilidade do controlador aos casos de controlador pessoa jurídica. Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho argumentam que tal limitação não faz sentido por falta de qualquer amparo na realidade, aja vista que do ponto de vista jurídico não há diferença relevante entre pessoas físicas e jurídicas no que toca à responsabilidade por seus atos (aparte a capacidade) (COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Por Ações*. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 384). Esta é a posição do autor.

⁵¹⁰ “Quando a remuneração fixa diretamente não obedecer os requisitos da presente norma e quando a participação extra-estatutária for exagerada, caberá aos minoritários — *uti singuli* — propor ação de anulação das deliberações respectivas da assembléia geral (art. 159)” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 268).

⁵¹¹ “Não se pode, então, admitir critério discriminatório da remuneração fixa entre conselheiros. Todos terão direito a idênticos proventos. Isto porque, sendo órgão colegiado, todos dedicam o mesmo tempo à companhia.

Em segundo lugar, os demais parâmetros são também considerados preenchidos por todos em iguais condições, sendo antijurídico imaginar-se que, num órgão colegiado, uns tenham mais competência e reputação profissional do que os outros, já que todas as deliberações dependem do consenso majoritário e não das aptidões individuais. Eventuais talentos não prevalecem juridicamente sobre o critério numérico da votação das matérias de competência do Conselho.

E quanto ao último critério legal — “valor dos seus serviços no mercado” —, para tais funções colegiadas obviamente os serviços valem, com relação a todos, a mesma coisa.

Isto posto, será nula a deliberação do Conselho de Administração que atribua a uns conselheiros maior remuneração que a outros.

Tal regra de isonomia, no entanto, encontra exceção no que respeita ao presidente do Conselho e ao secretário de grandes companhias. Estes, por terem encargos de convocação e organização das pautas de trabalho podem perceber remuneração diferenciada pelo exercício desses encargos no interior do Conselho” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 259).

⁵¹² “Os membros do conselho de administração, dada a natureza deliberativa do órgão e a ausência de competências exercidas individualmente, devem fazer jus a uma remuneração idêntica, com exceção do presidente e do secretário geral, que detêm atribuições adicionais, o que justifica o recebimento de pro labore ou jetons de maior valor” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 342).

circunstância. A assembleia de uma companhia de médio porte delibera sobre a necessidade de implantar-se um plano de expansão agressivo, que a eleve a novos patamares, sob pena de ser excluída do mercado por seus concorrentes mais robustos. Os acionistas entendem que para isso precisarão contar com a *expertise* de alguém com muita experiência no mercado, profundo conhecimento de seus concorrentes e comprovada eficiência. O candidato eleito é uma pessoa que ocupou posições importantes no passado em uma empresa concorrente e está aposentado. Esse candidato, porém, exige uma remuneração mais elevada do que aquela paga pela companhia aos demais conselheiros (a maioria membros da família que controla a companhia e pessoas a ela associadas). Estaria a sociedade impedida de atender a sua exigência por conta do art. 152, *caput* da Lei das S.A.? Ou deveria ela aumentar a remuneração dos atuais conselheiros, igualando-a àquela exigida pelo candidato, ainda que isso eleve a patamares extraordinários as despesas de remuneração?

A resposta a ambos questionamentos só pode ser negativa. o que deixa claro que em certas circunstâncias seria de se admitir uma discrepância na remuneração de determinados conselheiros. Isso certamente não eximiria a companhia de observar os critérios do art. 152, e seria admissível apenas na medida em que atendessem a esses critérios.

5.3.2 *Fixação global e individualização*

Na maior parte dos casos os acionistas das companhias brasileiras, ao fixar a remuneração dos administradores, estabelecem um valor global, a ser distribuído entre estes conforme seu próprio julgamento.

Mas os acionistas podem também optar por individualizar eles mesmos a remuneração de cada administrador. A assembleia não encontraria qualquer dificuldade na individualização da remuneração dos conselheiros, e, no caso de companhias com administração unitária, tampouco daquela dos diretores. Nessas hipóteses ela é perfeitamente capaz de julgar a medida em que tais administradores preenchem os critérios do art. 152, uma vez que os conhece e elege.

Em companhias com administração bipartida (ou seja, que contam com Diretoria e Conselho de Administração), contudo, e conforme aponta Carvalhosa, questões práticas impedem o exercício pleno dessa faculdade:

na administração bipartida, não poderia o conclave discriminar honorários e benefícios individuais dos diretores, já que estes serão eleitos pelo Conselho

de Administração e não pela assembleia. Se os parâmetros de competência, dedicação e profissionalidade devem informar a remuneração dos diretores, seria contrária à norma a individualização desses proventos pela assembleia geral⁵¹³.

De fato a assembleia geral não poderia deliberar sobre a aplicação dos critérios do art. 152, *caput* a pessoas indeterminadas. Por isso, e para preservar-se a competência da assembleia, para Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro, em companhias de administração bipartida é absolutamente necessário que a assembleia destaque as verbas atribuídas ao conselho de administração e à diretoria para a remuneração de seus membros⁵¹⁴. Caberia então a cada um dos órgãos dividir o montante que lhe foi atribuído entre seus integrantes. É esta também a opinião de Carvalhosa⁵¹⁵ e Marcelo Barbosa⁵¹⁶.

Entretanto, é frequente que a assembleia não divida o valor da remuneração entre o conselho de administração e a diretoria. Gonçalves Neto admite nesses casos que *na prática* o conselho de administração promova a distribuição da verba entre os órgãos⁵¹⁷. A expressão “na prática” dá a entender que o próprio autor não está muito satisfeito com a solução.

Para evitar-se a ineficácia da deliberação assemblear por falta de elementos essenciais para sua aplicabilidade, melhor seria exigir-se uma reunião conjunta do conselho de administração e diretoria, na qual seria a verba posta à disposição pelos acionistas dividida entre os órgãos. Essa parece ser a solução que melhor preserva as competências atribuídas pela Lei das S.A., tais como compreendidas pela doutrina pátria.

A CVM, porém, já aprovou que o estatuto de uma companhia dispusesse que cabe ao conselho de administração estabelecer a remuneração individual dos próprios conselheiros e

⁵¹³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 263-264.

⁵¹⁴ “a Assembleia Geral deve destacar as verbas atribuídas respectivamente a um ou outro órgão [conselho de administração e diretoria]. Realmente, tal identificação parece absolutamente necessária, não podendo, a nosso ver, o Conselho de Administração e muito menos a Diretoria substituir-se, nesse particular, à deliberação dos acionistas” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 465).

⁵¹⁵ “No caso de remuneração direta e indireta ter sido globalmente determinada pela assembleia geral, resta indagar da competência para individualizá-la. Essa competência é do Conselho de Administração no que tange aos seus próprios membros. Porém, não é admissível a delegação dessa competência para o Conselho de Administração (art. 139) com referência à diretoria. A remuneração global — direta e indireta — fixada pela assembleia geral para a diretoria será discriminada pelos próprios diretores” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 264).

⁵¹⁶ “Ao fixar a remuneração dos administradores, a assembleia poderá fazê-lo identificando montantes individuais por administrador ou montante global a ser dividido de acordo com decisão do próprio órgão” (BARBOSA, Marcelo. § 289 — Remuneração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.080-1.084, p. 1.081).

⁵¹⁷ “O Conselho de Administração não tem competência para fixar a remuneração dos diretores, mas, ao lhe ser conferida a atribuição de promover a distribuição individual da verba de remuneração dos administradores, referido Conselho, na prática, acaba exercendo essa função” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 201).

dos diretores⁵¹⁸. No caso da Mercador S.A., citado no início deste capítulo, o TJ/RS admitiu que a assembleia designasse o órgão responsável pela distribuição da verba de remuneração (no caso, a assembleia havia atribuído essa responsabilidade ao conselho)⁵¹⁹. Ao que parece as companhias que atribuírem ao conselho de administração a competência para individualizar a remuneração dos administradores não devem enfrentar dificuldade para garantir a eficácia de sua decisão. Na ausência de qualquer deliberação nesse sentido o mais prudente é que diretores e conselheiros realizem uma reunião conjunta para distribuir a verba.

Por fim, cabe lembrar que ao individualizar sua remuneração os administradores não estão livres das disposições do art. 152, *caput*.

5.3.3 Verbas rescisórias

Verbas indenizatórias são aquelas pagas aos administradores como compensação pelo encerramento prematura do mandato⁵²⁰.

Conforme visto nas seções 4.3 e 4.4 e subseção 4.7.2, as indenizações por término contratual são uma antiga preocupação do direito britânico e há propostas de mudanças legislativas em tramitação que visam a endurecer ainda mais a regulação da matéria. O direito societário brasileiro, por sua vez, desconhece a questão. Embora não se trate estritamente de remuneração, como bem destaca Eizirik⁵²¹, a relação entre os dois temas é íntima, pois ambos se referem a pagamentos realizados pela companhia a seus administradores em conexão com a relação de prestação de serviços existente entre as partes — em um caso em contemplação da própria prestação dos serviços, em outro do encerramento prematuro e injustificado dessa relação.

Na medida em que a administração de companhias se profissionaliza, torna-se mais comum que elas assinem contratos com seus administradores, dispondo sobre responsabilidade

⁵¹⁸ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *MEMO/CVM/SEP/GEA-3/N. 80/02*. Net Serviços de Comunicação S.A. Colegiado. Rel. Superintendência de Relações com Empresas. Julgado em 29 de julho de 2012.

⁵¹⁹ BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Apelação Cível n. 70016060584*. Netpar Participações Ltda. x Mercador S.A. e Katalyx Inc. 12ª Câmara Cível. Rel. Dálvio Leite Dias Teixeira. Julgado em 22 de março de 2007.

⁵²⁰ “A verba indenizatória é concedida como forma de compensar o administrador pela perda do cargo, antes do término do seu mandato. Como a remuneração já era esperada pelo administrador, é considerada como um ganho provável, ou uma expectativa de patrimônio” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 343).

⁵²¹ “As verbas atribuídas contratualmente ao administrador, na hipótese de seu desligamento imotivado da companhia, têm a natureza de indenização, não podendo ser consideradas como partes integrantes de sua remuneração, já que são conferidas a título de compensação de danos e não como uma forma de contraprestação de serviços” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 343).

des, remuneração, prazo e condições para rescisão contratual. Nenhuma dessas disposições restringe a competência da assembleia ou do conselho de administração⁵²² para destituir os administradores a qualquer tempo. No entanto, elas podem gerar uma responsabilidade para a companhia, tal como referido por Nelson Eizirik no trecho citado acima.

O maior risco de abuso não está no caso das contratações feitas sob condições de mercado e em circunstâncias ordinárias. O risco está nas contratações feitas em circunstâncias favoráveis aos administradores. São os chamados *golden parachutes* (quando a saída dos administradores se deve a uma mudança no controle) ou *golden handshakes* (quando a saída ocorre em circunstâncias normais).

Os *golden parachutes* são adotados para evitar que os administradores atrapalhem operações de mudança de controle que provavelmente resultarão na sua exoneração. Há pesquisas indicando que a adoção deste tipo de mecanismo reduz o valor de mercado das sociedades, além de ter outros efeitos prejudiciais aos acionistas⁵²³, uma evidência clara de que os investidores não nutrem simpatia por esse tipo de acordo.

De fato os administradores não tem nenhum interesse legítimo a justificar que atrapalhem esse tipo de operação. Trata-se de um problema análogo ao das *poison pills*, que tem recebido alguma atenção no Brasil recentemente⁵²⁴, e típico de companhias de capital disperso, pois nas companhias de capital concentrado os administradores ou não dispõem de poder para influenciar as negociações ou são fortemente vinculados ao controlador, não tendo interesse em prejudicá-las.

A expressão *golden handshake* pode ser usada também para se referir a casos de indenização vinculadas a alienação de controle, mas se diferencia por abranger outros casos de exoneração, resultantes de reestruturação ou até mesmo aposentadoria. Os beneficiados são geralmente diretores de grande influência, como aqueles responsáveis pela fundação da companhia. Mais uma vez trata-se de um fenômeno típico das sociedades de capital disperso, pois naquelas de capital concentrado esses diretores geralmente possuem uma participação relevante no capital e não tem interesse em recorrer a esse tipo de expediente.

⁵²² Vide artigos 122 e 142 (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵²³ BEBCHUK, Lucian A; COHEN, Ana; e WANG, Charles C. Y. *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 683*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1718488>>. Acesso em 5 de dezembro de 2012.

⁵²⁴ Vide, por exemplo, SALOMÃO FILHO, Calixto. *Alienação de Controle: o Vaivém da Disciplina e seus Problemas*. In: _____. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2006, pp. 128-152; e PRADO, Roberta Nioac. *Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 375-410.

Talvez por serem típicos de companhias de capital disperso, esses problemas não receberam atenção do legislador brasileiro. Veja-se que é possível instituir no Brasil um *golden handshake* ou *golden parachute* sem necessidade de aprovação da assembleia. Não só os diretores podem assinar contratos em nome da companhia com os membros da administração garantindo uma indenização no caso de rescisão antecipada como podem, *ex post facto*, negociar uma indenização a título de transação.

Seria contrária à lei, por outro lado, a instituição de pensão ou o pagamento de um prêmio por serviços prestados, pois essas verbas tem inequívoca natureza remuneratória, e não indenizatória.

Essas inconsistências e a tendência de fragmentação da propriedade acionária tornam premente a necessidade de desenvolver-se uma regulação sobre a matéria. Esta pesquisa contribui nesse sentido com a exposição do direito britânico, feita nas seções 4.3 e 4.4 e subseção 4.7.2, que poderia servir de modelo ao direito brasileiro.

5.3.4 Ratificação do pagamento de remuneração pelos acionistas

Carvalhosa opina que é “vedada a atribuição de verbas ou remunerações indiretas aos administradores durante o exercício para submetê-las a ratificação posterior”, alegando que “tal procedimento é totalmente contrário ao objetivo da norma”⁵²⁵.

Não se encontram outros comentários na doutrina sobre o tema e a lei tampouco é esclarecedora. Um caso envolvendo a ratificação de valores pagos a administradores foi submetido à CVM em 2010, mas infelizmente não houve resolução de mérito.

A Companhia Duke Energy International Geração Paranapanema S.A. convocou assembleia geral em 2010 para ratificar o pagamento de remuneração direta e indireta aos administradores no exercício de 2009 em patamar superior ao que havia sido aprovado pela assembleia geral. A diferença era bastante significativa: o valor aprovado na assembleia geral era de um salário mínimo por administrador, e o valor cuja ratificação se propunha era de R\$ 8.500.000,00.

A irregularidade fora descoberta por um acionista minoritário, e a convocação da assembleia geral para ratificação dos valores visava a neutralizar possíveis questionamentos. Tal

⁵²⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 252.

acionista minoritário apresentou pedido à CVM requerendo a suspensão da assembleia. Em suas razões, o acionista cita a opinião de Carvalhosa referida logo acima.

O colegiado não julgou o pedido por entender que não havia prazo suficiente para sua apreciação, dada a complexidade do tema, vencidos dois diretores que opinavam pelo deferimento do pedido⁵²⁶. Em desacordo com os diretores que votaram pela suspensão do conclave, a área técnica emitiu parecer no sentido de autorizar a ratificação, citando inclusive precedentes nesse sentido⁵²⁷.

A ratificação de atos da administração pela assembleia é habitualmente aceita como um procedimento legítimo, e não há nenhuma vedação legal específica aos casos de remuneração. Sem dúvida o risco de abuso do poder de controle é significativo, mas há casos em que a adoção desse procedimento seria absolutamente legítima. Imagine-se, por exemplo, que ao longo do exercício apresente-se a oportunidade de fechar um grande contrato com um cliente estrangeiro. Para conquistar o cliente e fechar o contrato, porém, os administradores precisam fazer diversas viagens ao exterior, incorrendo em custos substanciais. Mas esses custos não estavam previstos no início do exercício, e as verbas de representação postas à disposição dos diretores não são suficientes para cobri-los.

Não parece razoável exigir que os diretores tirem dinheiro do próprio bolso para arcar com tais custos, nem submetê-los à impossibilidade de obter a ratificação de gastos pelos acionistas, deixando-os à mercê de uma ação da companhia para reaver os valores. Melhor parece permitir-se a ratificação, garantindo-se à companhia o direito de exigir dos administradores

⁵²⁶ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo n. RJ2010/2639*. Colegiado. Rel. Superintendência de Relações com Empresas. Julgado em 09.03.2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012.

⁵²⁷ “Tendo em conta o disposto no artigo acima transcrito [caput do art. 152], não me parece que a proposta a ser deliberada na AGE em questão violaria tal dispositivo. O que se pretende é retificar o que foi deliberado na AGO/E de 20.04.09, no tocante à fixação da remuneração dos administradores.

O referido dispositivo estabelece a competência privativa da assembléia para fixar tal remuneração, de modo que, a princípio, a própria assembléia geral retificar uma deliberação anterior, a meu juízo, não afrontaria tal dispositivo.

Nesse sentido, convém destacar que o art. 121 da LSA dispõe que a assembléia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

Desse modo, em linha com a decisão do colegiado de 01.12.00, no âmbito do Processo CVM RJ-1999-2806, desde que a deliberação assemblear não afronte o disposto em lei, a assembléia é soberana para decidir sobre os aspectos inerentes ao interesse social.

Nessa linha, cabe ressaltar que o procedimento adotado pela Duke no presente caso já foi utilizado por outras companhias, tais como BR Properties (AGE de 03.02.10, fls. 73/77), Inpar (AGE de 04.02.09, fls. 78/84) e Agra Empreendimentos Imobiliários (AGE de 26.03.07, fls. 85/86)” (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-3/Nº 26/10*. Rel. Marco Antônio Papera Monteiro. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012). A decisão do colegiado no Processo CVM RJ-1999-2806, citada pela área técnica, se referia ao pagamento de participação nos resultados em exercício em que não houvera lucro, à conta de reservas de lucros, e foi referida para ilustrar a necessidade de observância da lei.

o reembolso das despesas no caso de negativa da assembleia. Casos de abuso de poder devem ser combatidos pela vias cabíveis.

5.4 Participação nos lucros

Os §§ 1º e 2º do art. 152 tratam da participação dos administradores no lucro da companhia. Esse tipo de remuneração é utilizada para

alinhar os interesses dos administradores com os dos acionistas; na medida em que participam dos lucros, os administradores tudo farão para maximizá-los, o que também beneficiará os acionistas, que deles participarão sob a forma de recebimento de dividendos⁵²⁸.

Trata-se de uma forma tradicional de se alcançar esse objetivo; como visto no início deste capítulo, o Decreto 3.150 de 1882 já trazia disposições sobre o tema.

Para Luis Gastão Leães, a participação nos lucros, assim como as gratificações de balanço e bonificações de exercício, não constituem uma contraprestação por serviços prestados, mas um prêmio pelos resultados alcançados⁵²⁹ No mesmo sentido opina Carvalhosa⁵³⁰.

Aloysio Pontes afirma que o pagamento de participação nos lucros seria uma liberalidade⁵³¹. Embora isso aparentemente conflite com a classificação da participação nos lucros como remuneração (feita pela própria lei), adotando-se a linha de Leães e Carvalhosa não se pode deixar de notar certa semelhança entre a participação dos administradores no lucro e a doação por merecimento, referida no art. 540 do Código Civil⁵³².

Essa posição parece se adequar melhor aos casos em que a assembleia, ao final de um exercício em que se verificaram resultados extraordinários, decide atribuir uma participação

⁵²⁸ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 344.

⁵²⁹ “se caracterizam por não revelarem qualquer equivalência direta com o valor objetivo dos serviços, revestindo mais a natureza de uma compensação premial, a recompensar não o trabalho imediato, mas os resultados atingidos pela empresa, por certo em virtude da atuação dos administradores” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 51).

⁵³⁰ “Já a participação variável, correspondente à participação nos lucros da companhia, seja estatutária, seja deliberada pela assembléia geral, tem a natureza de prêmio, não sobre os serviços prestados, mas sobre os resultados atingidos pela companhia naquele exercício” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 264).

⁵³¹ “Despesas de administração são, entre outras, as importâncias relativas ao pagamento de salários, vencimentos, ordenados, e não gratificações, que constituem atos de liberalidade e que não podem ser concedidas com prejuízo dos dividendos” (PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p. 148).

⁵³² Art. 540. A doação feita em contemplação do merecimento do donatário não perde o caráter de liberalidade, como não o perde a doação remuneratória, ou a gravada, no excedente ao valor dos serviços remunerados ou ao encargo imposto (BRASIL. *Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013).

nos lucros aos administradores. Isso é possível no caso do estatuto prever apenas que a assembleia poderá instituir a participação dos administradores no lucro.

Caso o estatuto preveja que aos administradores será garantida uma participação (por exemplo) igual a 10% dos lucros, desde que pago o dividendo mínimo obrigatório e desde que não ultrapassados os limites legais, o caráter de liberalidade fica bastante prejudicado. Tratar-se-á de autêntica promessa de recompensa, prevista nos artigos 855 e seguintes do Código Civil.

Não se está aqui a propor a aplicação da disciplina da doação por merecimento ou da promessa de recompensa à participação dos administradores nos lucros (o que sequer seria necessário, tendo em vista a pormenorizada disciplina da matéria). O interesse do debate está em capturar a essência do conceito. Como se viu logo acima, essa essência não é predeterminada pela lei; a participação nos lucros se presta a mais de uma finalidade. Conferida *ex post facto*, como uma forma de agradecimento, caracterizará um prêmio; conferida previamente, será um incentivo, como uma promessa de recompensa. Em qualquer dos casos, não perderá sua natureza de remuneração, e portanto seu caráter oneroso.

5.4.1. Participação nos lucros e dividendo mínimo

O art. 152, § 1º exige que o estatuto da companhia fixe um dividendo mínimo de 25% ou mais do lucro líquido para que nele possa-se atribuir participação nos lucros aos administradores. Já o § 2º exige que no exercício em que for atribuída participação nos lucros seja atribuído também o dividendo obrigatório aos acionistas, nos termos do art. 202.

Antes de analisarem-se esses dispositivos, é necessário dissipar uma dúvida que poderia surgir. No direito das companhias brasileiro, não há um dividendo obrigatório mínimo. O art. 202, I dispõe que nos estatutos em que não houver previsão, ele será de cinquenta por cento do lucro líquido do exercício, sujeito a determinados ajustes. Já o § 2º do mesmo artigo dispõe que caso não haja previsão sobre dividendo mínimo obrigatório no estatuto da companhia e seus acionistas desejem introduzi-la, ele não poderá ser inferior a 25% do lucro líquido,

nas mesmas condições⁵³³. Ao constituírem a companhia, portanto, os acionistas não estão sujeitos a qualquer limite. E caso tenham-na constituído com previsão de dividendo mínimo em seu estatuto, qualquer que seja seu valor, poderão alterá-lo livremente. Além disso, as companhias constituídas anteriormente ao advento da Lei das S.A. também podem prever dividendo mínimo obrigatório inferior a 25%⁵³⁴. Esse entendimento é corroborado pela exposição de motivos da Lei das S.A.⁵³⁵.

Com esse esclarecimento compreende-se plenamente o § 1º do art. 152, que, nas palavras de Teixeira e Guerreiro, estabelece uma condição essencial para que se possa conferir aos administradores participação nos lucros da companhia⁵³⁶.

Carvalhosa lembra que “ao falar em fixação do “dividendo obrigatório de 25%”, esqueceu-se o legislador dos outros critérios permitidos no § 1º do art. 202 da lei”⁵³⁷. Para o autor, seria absurdo se companhias que optaram por outros critérios para o cálculo do dividendo mínimo obrigatório que não o lucro líquido não pudessem atribuir participação aos administradores.

⁵³³ Art. 202. Os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto ou, se este for omissivo, a importância determinada de acordo com as seguintes normas:

I — metade do lucro líquido do exercício [...]

[...]

§ 2º Quando o estatuto for omissivo e a assembléa-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵³⁴ Art. 296. [...]

[...]

§ 4º As companhias existentes, cujo estatuto for omissivo quanto à fixação do dividendo, ou que o estabelecer em condições que não satisfaçam aos requisitos do § 1º do artigo 202 poderão, dentro do prazo previsto neste artigo [1 ano, a contar da data em que Lei das S.A. entrou em vigor], fixá-lo em porcentagem inferior à prevista no § 2º do artigo 202, mas os acionistas dissidentes dessa deliberação terão direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor de suas ações, com observância do disposto nos artigos 45 e 137 (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵³⁵ “O Projeto deixa ao estatuto da companhia margem para fixar a política de dividendos que melhor se ajuste às suas peculiaridades, desde que o faça de modo preciso (art. 203 e seu § 2º).

Nas companhias a se constituírem no futuro, não há limites mínimos para o dividendo obrigatório, porque os subscritores ou adquirentes de suas ações estarão tomando suas decisões no conhecimento da norma estatutária. Nas companhias em funcionamento, o estatuto poderá fixar livremente o dividendo, mas se o fizer em nível inferior a 25% dos lucros a minoria dissidente ficará protegida pelo direito de recesso (art. 295, § 4º)” (MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 25 de agosto de 2012). No mesmo sentido Luis Gastão Paes de Barros Leães: “a lei não fixou um limite mínimo para o dividendo obrigatório estatutário, se bem que tenha alocado poderoso estímulo a favor desse evento” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia*. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 50).

⁵³⁶ “a participação dos administradores nos lucros passa a ser admitida apenas naquelas companhias cujo estatuto fixe o dividendo obrigatório em vinte e cinco por cento ou mais do lucro líquido. Esta é a condição essencial” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p.466).

⁵³⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 252

Entretanto, diante da dicção peremptória do art. 152, § 1º a única solução parece ser aquela proposta por César Vieira de Rezende, segundo quem no caso do estatuto prever outro critério para o cálculo do dividendo mínimo que não o lucro líquido, deverá dispor também que nos exercícios em que o valor pago aos acionistas for inferior a 25% do lucro líquido, prevalecerá este. Do contrário não é possível a participação dos administradores nos lucros da companhia⁵³⁸. A conclusão inevitável é que na prática o dividendo mínimo dessas companhias seria de 25% do lucro líquido, e não (segundo no exemplo de César Rezende) de 6% do capital social. A solução é precária, mas a lei não deixou espaço para outras construções.

Não basta, porém, que o estatuto preveja um dividendo mínimo de 25% do lucro líquido; é necessário que ele seja atribuído aos acionistas no exercício em que se pretende que seja paga participação nos lucros aos administradores. E por *atribuir* entenda-se *pagar*, e não simplesmente *declarar* dividendos⁵³⁹.

5.4.2 Forma de cálculo da participação nos lucros

A Lei das S.A. prevê detalhadamente a forma de cálculo da participação dos administradores no lucro em seu artigos 189 e seguintes.

Do resultado do exercício são primeiro reduzidos os prejuízos acumulados e a provisão para pagamento de imposto de renda⁵⁴⁰. Após, deduzem-se as participações estatutárias dos empregados e, em seguida, as dos administradores⁵⁴¹. Porém, ainda que a participação seja calculada antes do dividendo, pelo art. 152, § 2º ela só poderá ser paga se for atribuído o

⁵³⁸ “Não impede a lei que, estabelecendo o dividendo como percentual do capital social ou fixando “outros critérios para determiná-lo, desde que sejam regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos da administração ou da maioria” (art. 202, § 1º), possa o estatuto prever participação nos frutos da companhia hauridos no exercício, mas terá de atender à *conditio iuris* estampada logo no início do § 1º do art. 152: terá “que fixar o dividendo obrigatório em 25% ou mais do lucro líquido”, ou seja, que dispor ser desse valor o dividendo obrigatório nos exercícios em que, por força de outro critério, menor fosse seu montante. Assim, por exemplo, no exercício em que 6% do capital (supondo que seja o critério eleito pelo estatuto) for menos que 25% do lucro líquido, vigorará este, e não aquele limite mínimo” (REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34, p. 31).

⁵³⁹ “apenas no exercício social em que se atribuir de fato dividendo (e leia-se pagar onde se escreveu atribuir) as participações dos diretores serão legítimas” (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer/CVM/SJU/Nº 008/80*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 8 de setembro de 2012).

⁵⁴⁰ Art. 189. Do resultado do exercício serão deduzidos, antes de qualquer participação, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto sobre a Renda (BRASIL. *Lei 6.404 de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁴¹ Art. 190. As participações estatutárias de empregados, administradores e partes beneficiárias serão determinadas, sucessivamente e nessa ordem, com base nos lucros que remanescerem depois de deduzida a participação anteriormente calculada (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

dividendo obrigatório e, portanto, se houver lucro líquido. Daí a referência do art. 190, Parágrafo Único⁵⁴² aos parágrafos do art. 201⁵⁴³.

5.4.3 Atribuição de participação nos lucros na ausência de previsão estatutária

Pela dicção do art. 152, § 1º da Lei das S.A. *o estatuto* que fixar o dividendo obrigatório em no mínimo 25% do lucro líquido poderá estabelecer a participação dos administradores no lucro. O § 2º não repete a referência ao estatuto, levando alguns doutrinadores a defender que é possível o pagamento de participação no lucros aos administradores independentemente de previsão estatutária.

É essa a posição de Carvalhosa: “O direito estatutário à remuneração variável não impede que a assembleia geral distribua maiores participações nos resultados aos administradores”⁵⁴⁴. O autor invoca a ausência de referência ao estatuto no § 2º em defesa de sua posição e afirma que “[n]ão poderia, com efeito, a lei ingerir-se na formação da vontade da assembleia geral”⁵⁴⁵.

Ciente de que isso enfraqueceria a proteção aos minoritários, que o próprio Carvalhosa afirma ser a finalidade precípua do art. 152 (conforme visto na seção 5.1, acima), o autor exige que a distribuição de lucros extra-estatutária esteja “vinculada ao princípio da equidade e condicionada, portanto, à distribuição de dividendos obrigatórios aos acionistas equivalentes a 25% do lucro do exercício e dividendos diferenciados aos preferencialistas”⁵⁴⁶ e observe sempre “o referido princípio de isonomia, guardando-se estrita proporção entre a efetiva distribui-

⁵⁴² Parágrafo único. Aplica-se ao pagamento das participações dos administradores e das partes beneficiárias o disposto nos parágrafos do artigo 201 (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁴³ Art. 201. A companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros; e à conta de reserva de capital, no caso das ações preferenciais de que trata o § 5º do artigo 17.

§ 1º A distribuição de dividendos com inobservância do disposto neste artigo implica responsabilidade solidária dos administradores e fiscais, que deverão repor à caixa social a importância distribuída, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.

§ 2º Os acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido. Presume-se a má-fé quando os dividendos forem distribuídos sem o levantamento do balanço ou em desacordo com os resultados deste (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁴⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 261.

⁵⁴⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 261.

⁵⁴⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 261.

ção de dividendos e a participação respectiva dos administradores nos resultados do exercício”⁵⁴⁷.

No mesmo sentido opina Nelson Eizirik⁵⁴⁸. Para ele, por não constar a matéria no conteúdo obrigatório do estatutos, ela não pertence ao âmbito de sua competência privativa⁵⁴⁹.

Assim como Carvalhosa, Eizirik lembra a necessidade de protegerem-se os interesses dos minoritários, “não podendo [a remuneração dos administradores] prejudicar o direito dos acionistas ao recebimento dos dividendos nem se desvincular dos *standards* previstos no *caput* [do art. 152]”, sob pena de configurar-se abuso do poder de controle, especialmente quando o acionista controlador for também administrador⁵⁵⁰.

Para Leães, a Lei das S.A., ao dispor que o estatuto *pode* prever a participação dos administradores no lucro, não exige que os estatutos o façam, nem fixem o quantitativo dessa participação⁵⁵¹. Segundo o professor,

na participação estatutária, ao administrador é conferido um *direito subjetivo*, que tem por contrapartida uma obrigação estrita da companhia; na participação assemblear, mais não há que simples *liberalidade*, a respeito da qual a companhia tem plena liberdade de conceder ou recusar, não podendo o administrador invocar um direito subjetivo preexistente⁵⁵².

Leães inclusive isenta a participação nos lucros atribuída em assembleia dos limites do art. 152, sujeitando-a apenas às normas gerais sobre abuso do direito de voto e do poder de controle⁵⁵³.

⁵⁴⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 262.

⁵⁴⁸ “a assembleia geral possui amplos poderes para determinar como pretende remunerar os administradores da companhia, não estando restringida pela regra estabelecida no § 1º. Uma vez distribuído o dividendo obrigatório, nos termos do § 2º, pode a assembleia geral deliberar gratificação de resultado não sujeita aos limites do § 1º” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 346).

⁵⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 346.

⁵⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 346.

⁵⁵¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 51.

⁵⁵² LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 52.

⁵⁵³ “entre a participação estatutária e a participação assemblear, não estamos perante meras diferenças quantitativas, mas, como vimos, em face de realidades diversas, com diversas naturezas jurídicas e, portanto, sujeitas a diversos regimes legais. Assim, se no caso das participações extra-estatutárias não é invocável a proteção direta específica em que as condições e os limites do art. 152 se traduzem, por certo passam a ser aplicáveis as medidas de proteção genérica, consubstanciadas nas normas que fulminam o abuso do poder de controle e o exercício abusivo do direito de voto, permitindo assim um controle de mérito sobre a congruência da participação deliberada” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56, p. 53).

Ainda a favor da possibilidade de participação nos lucros extra-estatutária é a posição de Félix Ruiz Alonso⁵⁵⁴. Ao contrário de Leães, porém, ele a submete aos limites do § 1º do art. 152⁵⁵⁵.

Admitida a participação extra-estatutária dos administradores no lucro, ela seria deduzida do *lucro líquido*, pois o art. 190, citado acima, se refere à participação *estatutária* dos administradores no lucro. Ela deveria, portanto, figurar na proposta de destinação do lucro líquido do exercício, de que trata o art. 192 da Lei das S.A.⁵⁵⁶.

Alguns juristas, porém, divergem das conclusões de Carvalhosa, Eizirik, Leães e Alonso. É o caso de Alfredo Lamy Filho, para quem a exigência de previsão estatutária confere maior publicidade à participação dos administradores no lucro⁵⁵⁷.

Marcelo Barbosa é do mesmo parecer e responde à opinião de Carvalhosa de que a lei não poderia interferir na formação da vontade de assembleia lembrando que ela frequentemente o faz, como ao dispor sobre formação de reservas, retenção de lucros e dividendo obrigatório⁵⁵⁸. Em cada um desses casos, aliás, a lei interfere para proteger os acionistas minoritários contra abusos do poder de controle, justamente a finalidade do art. 152.

Já César Vieira de Rezende ressalta o caráter excepcional da participação nos lucros invocando a ordem de determinação prevista no art. 190, as limitações ao poder do estatuto para criá-la (art. 152, § 1º, *in principio*), os tetos impostos ao seu montante (*idem, in fine*), o impedimento a sua fixação nos exercícios em que não se atribuir aos acionistas o dividendo obrigatório (*idem, § 2º*) e a exigência de unanimidade no caso das companhias referidas no

⁵⁵⁴ “As sociedades constituídas desde 16.2.77 podem fixar dividendos estatutário inferior a 25%, mas, então, não poderão prever participação da Diretoria, no estatuto. Isto, evidentemente, não significa que a Diretoria, de fato, não possa participar dos lucros. Tudo dependerá da assembléia geral dos acionistas, que poderão aprovar alguma participação — segundo bem entenderem” (ALONSO, Félix Ruiz. Dividendo obrigatório e participação de diretoria. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XV, Nova Série, n. 23, 1976, pp. 167-174, p. 170).

⁵⁵⁵ “o total da participação proposta — somada à estatutária, se houver — não ultrapasse 10% dos lucros” (ALONSO, Félix Ruiz. Dividendo obrigatório e participação de diretoria. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XV, Nova Série, n. 23, 1976, pp. 167-174, p. 168).

⁵⁵⁶ Art. 192. Juntamente com as demonstrações financeiras do exercício, os órgãos da administração da companhia apresentarão à assembléia-geral ordinária, observado o disposto nos artigos 193 a 203 e no estatuto, proposta sobre a destinação a ser dada ao lucro líquido do exercício (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁵⁷ “A lei atual não faz expressa referência à hipótese [de fixação do quantum no estatuto] [...]. Todavia, manteve a exigência de constar do Estatuto (para melhor conhecimento dos acionistas e de terceiros) a possibilidade de qualquer participação do administrador no lucro da companhia (art. 152, § 1º)” (LAMY FILHO, Alfredo. Remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão da Administração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 394-403, p. 397).

⁵⁵⁸ “a lei contém diversos dispositivos sobre formação de reservas, retenção de lucros e dividendo obrigatório cujo fim é limitar a discricionariedade da Assembleia na disposição do lucro apurado pela companhia e assegurar aos acionistas dividendos, sempre que a companhia realiza lucro” (BARBOSA, Marcelo. § 290 — Participação nos Lucros. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.080-1.084, p. 1.083).

art. 294, § 2º⁵⁵⁹⁻⁵⁶⁰. Para esse autor, adotar a posição de que os parágrafos do art. 152 tratariam de situações diferentes (o primeiro da participação estatutária e o segundo da participação extra-estatutária), implicaria em conceder à assembleia uma discricionariedade que se nega ao estatuto⁵⁶¹. Por isso, em seu entendimento o § 2º deve ser compreendido como um complemento do § 1º⁵⁶² e como uma referência ao poder da assembleia para efetivar o pagamento de participação nos lucros aos administradores, em contraposição a sua mera fixação nos estatutos — poder esse que só terá lugar se o próprio estatuto não conferir liquidez a tal participação⁵⁶³.

Tendo em vista a finalidade do art. 152, discutida acima, seria realmente incompreensível que a Lei das S.A. conferisse ampla liberdade à assembleia para deliberar sobre a participação dos administradores no lucro enquanto restringe a possibilidade de participação estatutária⁵⁶⁴.

Por outro lado, Teixeira e Guerreiro argumentam que uma vez estabelecido no estatuto um dividendo mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido e paga esta verba não haveria

⁵⁵⁹ Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderá:

[...]

§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁶⁰ REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34, p. 29.

⁵⁶¹ “teríamos de admitir que a lei, ao mesmo tempo em que restringe o direito dos administradores à participação no lucro nos casos em que não for estatutariamente previsto um dividendo obrigatório de, no mínimo, 25% do lucro líquido, ampliaria esse direito, mesmo na ausência de tal previsão estatutária, para os exercícios em que o dividendo obrigatório (qualquer que seja?) fosse efetivamente pago. Teríamos de admitir, ainda, que a lei libera para a assembleia o que proíbe ao estatuto, que permite à assembleia livremente estabelecer o que não permite ao próprio estatuto — que, não havendo previsão de dividendos obrigatórios de 1/4 ou mais do lucro líquido atribua aos administradores o direito de participação nos lucros” (REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34, p. 28).

⁵⁶² REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34, p. 30

⁵⁶³ “o que a lei confere ao estatuto da companhia que atenda ao estipulado no aludido § 1º é o poder de conceder à assembleia o direito de fixar o quantum da participação (“atribuir aos administradores participação no lucro da companhia”, e não apenas fixar dita participação). É claro que isso não impede que o estatuto, ao invés de deixar à discricção da assembleia a fixação do quantum, fixe-o ele próprio” (REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34, p. 29).

⁵⁶⁴ No mesmo sentido: “Seria efetivamente inconcebível que a lei cercasse de cautelas protetivas a participação estatutária [dos administradores nos lucros], sujeitando-a às condições e aos limites do § 1º do art. 152 e, ao mesmo tempo, permitisse, no § 2º do mesmo artigo, uma indiscriminada e ilimitada partilha dos lucros entre os administradores, ainda que de caráter esporádico e ocasional, mas nem por isso menos prejudicial aos interesses dos acionistas” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 469).

qualquer prejuízo em atribuir-se aos administradores uma participação nos lucros, desde que respeitados os limites do § 1º do art. 152⁵⁶⁵.

A CVM já teve a oportunidade de se pronunciar sobre o assunto, ainda que em *obiter dictum*⁵⁶⁶. A autarquia pediu esclarecimentos a COPENE — Companhia Petroquímica do Nordeste S.A. sobre o pagamento de “participação dos administradores” em um exercício em que havia apurado prejuízo.

A companhia alegou que não se tratava de participação *nos lucros*, mas participação *tão somente*, baseada em outras métricas, e paga com base em lucros acumulados. Em sua defesa ressaltou ainda (I) que pagara o dividendo mínimo obrigatório sobre tais lucros acumulados; (II) que os valores eram inferiores à remuneração estabelecida pela assembleia; e que (III) a assembleia seria soberana para dispor sobre a destinação dos lucros, acumulados ou do exercício.

A CVM rejeitou as alegações, sustentando que o pagamento de participação aos administradores requer a apuração de lucro no exercício. Citando Carvalhosa, a autarquia afirmou também a competência da assembleia para dispor sobre o lucro líquido do exercício, mas destacou que não era esse o caso em análise.

Dos fundamentos elencados pelo Colegiado conclui-se que caso a participação houvesse sido paga com base no lucro líquido do exercício a CVM nada teria a opor, o que indica que a autarquia admite a participação extra-estatutária dos administradores. Não fica claro, porém, se mesmo nesse caso ela exigiria o cumprimento dos limites impostos pelo art. 152, § 1º da Lei das S.A.

Apesar do disposto no art. 132, II da lei e das autorizadas opiniões a favor da participação nos lucros extra-estatutária, permanece inalterado o fato de que seu pagamento priva de sentido a referência ao estatuto feita pelo art. 152, § 1º e atenta contra a finalidade da norma, que é a proteção da minoria. Mesmo que se respeitem os limites do § 1º, a ausência de previsão estatutária sonega aos investidores a oportunidade de saber, de antemão, se uma determinada companhia paga participação nos lucros a seus administradores.

⁵⁶⁵ “esse rigor hermenêutico, aferrado à expressão literal do § 1º do art. 152, não se justifica, face à indagação da mens legis. Esta é, sem dúvida, a de salvaguardar o dividendo obrigatório dos abusos majoritários, em nome da proteção das minorias. Ora, se o estatuto atende à prescrição legal, no sentido de assegurar aos acionistas a percepção do dividendo obrigatório de, no mínimo, 25%, e se esse dividendo é de fato atribuído a seus beneficiários, satisfeitas estão as intenções do legislador. Consequentemente, sob uma perspectiva mais ampla, nada obstará a que, satisfeitos tais requisitos, pudessem os administradores receber, nesse caso, uma participação sobre os lucros remanescentes, obedecidas, como é natural, as limitações estabelecidas no § 1º do art. 152” (TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979, p. 470).

⁵⁶⁶ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Proc. RJ99/2806 — Reg. 2475/99*. COPENE — Petroquímica do Nordeste S.A. Colegiado. Rel. Jouberto Rovai. Julgado em 1º de dezembro de 2000.

É possível aqui fazer um paralelo com a possibilidade de delegação ao *board* da competência para estabelecer a remuneração de seus membros no direito britânico. Se reconhece naquela jurisdição que essa prática encerra um conflito de interesses. No entanto, entende-se que ao adquirir ações de uma companhia que traga em seu estatuto uma autorização para que os diretores estabeleçam sua própria remuneração os investidores aceitam correr esse risco.

Da mesma forma pode-se dizer que se exigindo que a possibilidade de pagamento de participação nos lucros aos administradores seja prevista no estatuto propicia-se ao investidor a oportunidade de aceitar ou não o risco de abuso do poder de controle que essa prática encerra.

Isso não impede que outras formas de remuneração variável (como bônus baseados em metas, por exemplo) sejam pagas independentemente de previsão estatutária⁵⁶⁷, por absoluta falta de exigência legal nesse sentido e por força da autorização contida no art. 132, II da Lei das S.A.

Evidentemente estas outras formas de remuneração variável serão ilícitas se forem apenas uma participação no lucro disfarçadas sob outro nome (*gratificação de resultado*, por exemplo) com vistas a driblar as exigências legais.

Da decisão da CVM no caso COPENE, vista acima, extrai-se que outras formas de gratificação por resultados estão sujeitas à existência de lucro líquido no exercício, não podendo ser pagas à conta das reservas de lucros⁵⁶⁸.

Causa certa surpresa que a lei tenha criado diversas limitações a uma determinada forma de remuneração variável e deixado as demais totalmente em aberto (ressalvadas as opções de compra, como se verá mais abaixo), sujeitas apenas às normas gerais do art. 152, *caput* e sobre abuso do direito de voto e do poder de controle. No entanto, não cabe ao intérprete criar obrigações quando a lei não o faz.

⁵⁶⁷ Vide também a opinião de Nelson Eizirik: “A forma como o § 1º do artigo [152] está redigido poderia dar a entender que todas as modalidades de remuneração variável concedidas aos administradores estariam sujeitas aos limites nele estabelecidos. No entanto, a assembleia geral é soberana para fixar gratificações variáveis com base em outros critérios, que não se confundem com a participação estatutária nos lucros da sociedade, esta sim, sujeita aos limites previstos neste artigo” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 346).

⁵⁶⁸ BRASIL. COMISSÃO DE VALOR MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo n. RJ99/2806*. Relator Diretor Joubert Rovai. Julgado em 01.12.2000. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 16 de dezembro de 2012.

5.4.4 Questões diversas sobre participação nos lucros

Para encerrar esta seção dedicada à participação dos administradores nos lucros cabe uma breve referência a três questões que não exigem extenso desenvolvimento.

Primeiro, a exceção ao art. 152, § 2º criada pelo art. 294, § 2º:

Art. 294. A companhia fechada que tiver menos de vinte acionistas, com patrimônio líquido inferior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderá:

[...]

§ 2º Nas companhias de que trata este artigo, o pagamento da participação dos administradores poderá ser feito sem observância do disposto no § 2º do artigo 152, desde que aprovada pela unanimidade dos acionistas⁵⁶⁹.

A norma chama atenção por ser um dos poucos casos em que a Lei das S.A. exige unanimidade para uma deliberação.

Segundo, a ampliação dos limites do art. 152, § 1º nos grupos de direito:

Art. 274. Os administradores do grupo e os investidos em cargos de mais de uma sociedade poderão ter a sua remuneração rateada entre as diversas sociedades, e a gratificação dos administradores, se houver, poderá ser fixada, dentro dos limites do § 1º do artigo 152 com base nos resultados apurados nas demonstrações financeiras consolidadas do grupo⁵⁷⁰.

E terceiro, a questão levantada por Carvalhosa no seguinte trecho:

a deliberação da assembleia geral que atribuir gratificação de balanço aos membros do Conselho de Administração não poderá fazer discriminação entre eles, cabendo a todos a mesma parcela dessa distribuição de resultados⁵⁷¹.

Tal posicionamento se coaduna com o entendimento do autor de que não pode haver diferenciação na remuneração dos conselheiros. Nesse caso, porém, não se pode negar razão a Carvalhosa. É impossível atribuir os resultados a um ou outro conselheiro quando as deliberações são tomadas em conjunto. Seria descabido, assim, diferenciar a participação de cada conselheiro na obtenção desses resultados.

⁵⁶⁹ BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁷⁰ BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁵⁷¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 263.

Nada impede, porém, que a diretoria e o conselho recebam parcelas diferentes da participação nos resultados, e tampouco que haja diferenciação entre os diretores. Nesse caso a diferença entre as funções justifica a diferença nas remunerações.

5.5 Opções de compra

As opções de compra (chamadas de *stock options* em inglês) são reguladas na Lei das S.A. em um único parágrafo, inserido dentro do artigo que trata do regime de capital autorizado:

§ 3º O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembléia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle⁵⁷².

Carvalhosa⁵⁷³ e Mauro Brandão Lopes⁵⁷⁴ afirmam se tratar de um *prêmio*, assim como a participação nos lucros. Eizirik chega a afirmar que “[n]ão fosse a finalidade específica de incentivar a prestação de serviços pelo administrador e o seu ingresso ou permanência, a opção poderia ser entendida como uma liberalidade incompatível com os fins sociais”⁵⁷⁵.

⁵⁷² Art. 168, BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012.

⁵⁷³ “A finalidade da opção é de conceder prêmio a administradores, empregados e a terceiros prestadores de serviços ao grupo societário” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 505).

⁵⁷⁴ “Do § 3º do art. 168 [...] decorre que a opção de compra de ações só pode ser “outorgada” pela companhia de capital autorizado, em virtude de plano aprovado pela assembleia geral, e que seu objetivo é com ela conceder prêmio a seus administradores e empregados, ou a outras pessoas que lhe prestem serviços ou a sociedade sob seu controle” (LOPES, Mauro Brandão. O bônus de subscrição e a opção de compra de ações. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, p. 86).

⁵⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 480.

A doutrina é pacífica no sentido da gratuidade das opções de compra. Nesse sentido Carvalhosa⁵⁷⁶, Paulo Cézar Aragão⁵⁷⁷, Luiz Alberto Rosman⁵⁷⁸ e José Alexandre Tavares Guerreiro⁵⁷⁹.

Ainda que seja um prêmio e outorgada gratuitamente, a opção de compra não perde seu caráter de remuneração na medida em que é outorgada em contemplação do merecimento dos administradores e especialmente do retorno que seu desempenho proporciona aos acionistas. Ao contrário da participação nos lucros, as opções de compra serão sempre fruto de um plano, que gera expectativas legítimas nos administradores, o que em grande medida lhe retira o caráter de liberalidade, conforme discutido na seção 5.4.

Convém lembrar ainda que a gratuidade das opções é ilusória, sob duas perspectivas. Por um lado, ela tem um custo para os acionistas, pois “a subscrição (ou compra) de ações por valor inferior ao de mercado, quando do exercício da opção, implica diluição da participação dos acionistas”⁵⁸⁰. Por outro, ela tem um custo para a companhia, correspondente (I) no momento de sua outorga, à perda da oportunidade de vender título análogo (bônus de subscrição) no mercado; e (II) no momento da entrega das ações, à perda da oportunidade de distribuir essas ações a preço superior no mercado (ou o custo da compra dessas ações a um certo preço para revendê-las aos administradores por um preço mais baixo).

Há alguma discussão na doutrina quanto ao caráter contratual ou não das opções de compra. Carvalhosa é da opinião de que se trata de um contrato preliminar⁵⁸¹. Tal interpretação, porém, esbarra no verbo *outorgar* usado pelo dispositivo legal, que denota um ato unilateral.

⁵⁷⁶ “As opções de compra de ações outorgadas aos administradores (...), têm caráter gratuito” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, pp. 266-267).

⁵⁷⁷ “A opção de compra [...], tem caráter gratuito, nada sendo cobrado dos administradores e empregados na sua concessão” (ARAGÃO, Paulo Cézar. *Opções de compra de ações e bônus de subscrição*. In: WALD, Arnaldo (org.). *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 281-293, p. 282)

⁵⁷⁸ “[a opção de compra] é outorgada gratuitamente a administradores, empregados ou prestadores de serviços, enquanto o bônus de subscrição, salvo quando emitido como vantagem adicional para subscritores de ações ou de debêntures, é alienado por determinado preço” (ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395, p. 1.393).

⁵⁷⁹ “Face à lei brasileira, que se refere à outorga da opção, não se prevê a onerosidade da mesma opção” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre a opção de compra de ações. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XIX (Nova Série), n. 39, jul/set 1980, pp. 226-229, p. 229).

⁵⁸⁰ ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395, p. 1.393.

⁵⁸¹ “A opção constitui contrato preliminar, cujo descumprimento, por parte da companhia, ou seja sua recusa em celebrar o contrato definitivo, enseja aplicação do art. 639 do Código de Processo Civil” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 484).

Mauro Brandão Lopes afirma que se trata de um *título literal*⁵⁸². O próprio autor afirma que o bônus de subscrição circula através de cessão de crédito⁵⁸³, o que seria contrário à natureza de um título de crédito. Talvez Mauro Brandão Lopes se referisse aos *títulos de legitimação*. Mas as opções de compra não guardam muita semelhança com os exemplos clássicos de títulos de legitimação, como passes de ônibus ou bilhetes de loteria premiados. Ademais, como se verá abaixo, é da natureza dos bônus de subscrição ser *não* circulável.

Para Luiz Alberto Rosman, a outorga do bônus é uma oferta, e seu exercício a aceitação⁵⁸⁴, que conclui o contrato de compra-e-venda ou de subscrição de ações⁵⁸⁵. Essa posição não vê a opção como um instrumento autônomo, mas como uma fase do contrato de compra-e-venda ou subscrição de ações, o que não é condizente com a maneira como as opções são usualmente percebidas.

O entendimento correto parece ser o de Guerreiro, segundo quem a opção de compra equivale a uma promessa de contratar. No momento em que o outorgado exerce sua opção surge a obrigação da companhia contratar a compra-e-venda ou subscrição de ações, por um preço pré-estabelecido⁵⁸⁶.

⁵⁸² “Trata-se [o bônus de subscrição] portanto de título literal, que vale pelo que nele está. Com a sua apresentação, acompanhada de pagamento do preço de emissão, o portador legitimado tem direito ao imediato recebimento da ações nele indicadas [vide artigos 75 e 79]. [...] As mesmas considerações são de inteira aplicação à opção de compra de ações” (LOPES, Mauro Brandão. *O bônus de subscrição e a opção de compra de ações*. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, pp. 89-90).

⁵⁸³ “é bom notar que a opção a opção será transferível porque essa é a regra quanto a todo e qualquer direito de crédito, a menos que à cessão se oponha a natureza da obrigação, a lei ou a convenção com o devedor (Código Civil, art. 1.065 [art. 286 do atual Código Civil])” (LOPES, Mauro Brandão. *O bônus de subscrição e a opção de compra de ações*. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, p. 87).

⁵⁸⁴ “A opção de compra não é promessa de contratar compra e venda, mas manifestação do vendedor em contrato de compra e venda cuja formação fica na dependência apenas da manifestação de vontade do comprador” (ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395, p. 1.393).

⁵⁸⁵ “O exercício da opção, na forma e prazo nela estipulados, conclui, pela manifestação do titular da opção, o contrato de compra e venda de ações (se a opção for exercitável relativamente às ações em tesouraria) ou de subscrição de novas ações” (ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395, p. 1.395).

⁵⁸⁶ “Em qualquer das duas modalidades analisadas de opção para compra de ações (opção para compra stricto sensu de ações em tesouraria ou opção para subscrição de ações novas), está presente a promessa unilateral de contratar, por parte da companhia. O exercício da opção, quer por compra, quer por subscrição de ações, representa a execução da promessa, materializando-se através do contrato respectivo. Tanto tem caráter contratual a compra de ações, em sentido estrito, quanto a subscrição. Mas à opção, enquanto tal, falta esse caráter. Objetivando incentivar ou premiar os beneficiários qualificados, de acordo com o plano aprovado pela assembleia geral, a opção, como está no § 3º do art. 168, é outorgada pela companhia. Pela opção em si, não há, pois, correspectiva obrigação dos beneficiários, como contrapartida do benefício concedido. Basta que a ele se qualifiquem, preenchendo os requisitos determinados pela competente resolução da assembleia geral sendo certo que, deixando de fazê-lo, perderão o direito ao exercício” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Sobre a opção de compra de ações*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XIX (Nova Série), n. 39, jul/set 1980, pp. 226-229, p. 229).

5.5.1 Circulação

Como se indicou acima, Mauro Brandão Lopes é da opinião de que as opções de compra são circuláveis (salvo convenção em contrário). Gonçalves Neto é de opinião contrária: “a opção de compra de ações [...] não se materializa em um título de crédito nem circula”⁵⁸⁷.

Em sentido diverso, Nelson Eizirik destaca que as opções de compra tem caráter *intuitu personae*, dada sua finalidade de prover um prêmio àqueles que contribuem para o desenvolvimento da companhia. Lembra ainda que o art. 171, § 3º da Lei das S.A. exclui o direito de preferência à subscrição de novas ações ou títulos que outorguem um direito à subscrição de novas ações (como debêntures conversíveis) no caso das opções de compra, o que reforça o caráter pessoal desses títulos⁵⁸⁸.

Conclui-se com Eizirik que as opções de compra são, por natureza, não transferíveis. Admite-se que o plano preveja a possibilidade de cessão das opções, mas apenas excepcionalmente — aos herdeiros do beneficiário, por exemplo⁵⁸⁹.

5.5.2 Aumento de capital e uso de ações em tesouraria

A Lei das S.A. tratou das opções de compra em um artigo dedicado ao capital autorizado, dando a entender que na verdade tratar-se-iam de opções de subscrição. Isso levou Mauro Brandão Lopes a afirmar que “o exercício de opção de compra de ações acarreta sempre aumento do capital social”⁵⁹⁰.

⁵⁸⁷ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 111.

⁵⁸⁸ “Tendo em vista o seu caráter intuitu personae, por se dar sua outorga com vista a estimular o trabalho de administradores, empregados e prestadores de serviços, as opções constituem direitos personalíssimos, que, conseqüentemente, só podem ser exercidos pela pessoa a quem foram conferidos. Não cabe, assim, a cessão de opção a terceiros.

O fato de ter, a Lei das S.A., excluído o direito de preferência dos acionistas no momento em que a opção é outorgada ou exercida reafirma a sua feição personalíssima; a inexistência do direito de preferência somente se justifica em virtude do objetivo de se conferir vantagem específica a determinados indivíduos que contribuem para a prosperidade da companhia” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 483).

⁵⁸⁹ “Admite-se que as companhias, querendo excepcionar a regra da intransferibilidade das opções de compra, prevejam em seus planos normas específicas no sentido de poderem elas ser exercidas por seus herdeiros na hipótese de falecimento do titular. No entanto, por se tratar de hipótese excepcional, que contraria a própria natureza do instituto, a possibilidade de exercício das opções pelos herdeiros do titular depende de previsão expressa no plano de outorga” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 484).

⁵⁹⁰ LOPES, Mauro Brandão. O bônus de subscrição e a opção de compra de ações. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, p. 87.

A questão, porém, está superada. Como destaca José Alexandre Tavares Guerreiro, não há razão para vedar às companhias o uso das ações mantidas em tesouraria para o cumprimento de obrigações decorrentes do exercício de opções de compra⁵⁹¹.

A CVM frequentemente autoriza que as companhias abertas alienem as próprias ações para que possam atender a obrigações derivadas de opções de compra por elas outorgadas⁵⁹².

O próprio Mauro Brandão Lopes entendia que a inserção das opções de compra no artigo dedicado ao capital autorizado era desnecessária, pois “abandonada a vantagem de maior simplicidade na aplicação prática, poder-se-ia ter estendido o seu uso a todas as companhias”⁵⁹³. Não fosse a exigência legal expressa as opções de compra poderiam facilmente ser utilizadas por companhias sem capital autorizado, inclusive através do uso de ações em tesouraria. Caso se desejasse a manutenção de um teto para o número de ações que podem ser objeto do plano poder-se-ia substituir a referência ao capital autorizado por uma certa fração do capital social ou — ainda melhor — exigir que esse teto seja estabelecido no próprio plano, o que daria maior flexibilidade a essa forma de remuneração. Com a mudança no perfil da propriedade acionária das companhias brasileiras, essa mudança pode vir a ser necessária.

5.5.3 Plano

O art. 168, § 3º exige que seja aprovado um plano de outorga de opções pela assembleia. No entanto, silencia completamente sobre seu conteúdo.

⁵⁹¹ “Ainda pressupondo que a possível intenção do legislador tenha sido a de apenas contemplar a opção para subscrição, nenhuma razão existe para que, à vista do § 3º do art. 168, se exclua a possibilidade jurídica da opção para compra (em sentido estrito), objetivando, nesse último caso, ações recolhidas à tesouraria, até porque a expressão utilizada no preceito em exame — opção para compra de ações — também acomoda essa segunda alternativa” (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre a opção de compra de ações. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XIX (Nova Série), n. 39, jul/set 1980, pp. 226-229, p. 228).

⁵⁹² O art. 30, *caput* da Lei das S.A. proíbe as companhias de negociarem com suas próprias ações, e seus parágrafos estabelecem certas exceções. O § 2º estabelece que a aquisição das próprias ações pela companhia obedecerá as normas estabelecidas pela CVM. O art. 22, § 1º, III da Lei do Mercado de Capitais, por sua vez, estabelece que compete à CVM expedir as normas aplicáveis à compra de suas próprias ações pela sociedade e a alienação das ações em tesouraria. A autarquia editou a Instrução CVM n. 10, de 14 de fevereiro de 1980, em que dispôs sobre essas operações. A alienação de ações em tesouraria no âmbito de plano de opções de compra não foi objeto de disposição específica, e portanto se sujeita ao art. 23 da instrução, que dispõe que a CVM pode autorizar previamente, em casos especiais, operações da companhia com as próprias ações que não se adequem às demais normas da instrução (vide BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 10, de 14 de fevereiro de 1980*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 18 de março de 2013). A CVM vem concedendo autorizações nesse sentido, sempre de forma casuística. Vide, por exemplo, BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2001/8489*. Rel. Marcelo F. Trindade. Colegiado. Julgado em 3 de janeiro de 2002.

⁵⁹³ LOPES, Mauro Brandão. O bônus de subscrição e a opção de compra de ações. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, p. 91.

Entre os assuntos que devem ser regulados no plano Luiz Alberto Rosman destaca os seguintes:

(a) número de ações e respectiva espécie ou classe que os beneficiários das opções terão direito de adquirir — com o que se define o valor máximo da emissão (ou da venda de ações em tesouraria, caso haja), determinando assim de quanto poderá vir a ser a diluição dos antigos acionistas, caso exercidas todas as opções; (b) definição dos administradores, empregados e pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou sociedades controladas que farão jus à outorga de opção, estabelecendo parâmetros gerais para os que podem se habilitar à outorga, tais como cargo, função, tempo de serviço, remuneração etc.; (c) preço de exercício da opção, sendo usual que a base seja o valor correspondente ao preço de mercado das ações em vigor na época da concessão da opção, acrescido (ou não) de percentual correspondente ao crescimento vegetativo — isto é, não decorrente dos serviços ou da atuação dos beneficiários da opção de compra — da companhia durante o prazo de validade da opção; (d) prazo de exercício da opção, com estabelecimento de período de carência (que é usual) e a possibilidade de exercício parcial das opções outorgadas a cada beneficiário; (e) possibilidade de cessão dos direitos decorrentes da opção, sendo comum estipular-se que são pessoais e intransferíveis, ressalvada a transferência para cônjuge ou herdeiros, em caso de falecimento do beneficiário.

Outras cláusulas usuais em planos de outorga regulam situações como o desligamento do beneficiário da companhia, voluntariamente ou por decisão desta. Aspecto que também pode ser regulado é o de participação de ações nos lucros do ano em que forem adquiridas⁵⁹⁴.

Eizirik recomenda ainda a adição de cláusulas sobre a administração do plano, entre outras⁵⁹⁵.

Gonçalves Neto chama a atenção para a possibilidade das opções de compra serem utilizadas para prejudicar os acionistas minoritários⁵⁹⁶. Paulo César Aragão argumenta, por exemplo, que seria o caso de responsabilização do controlador por abuso do poder de controle “se as opções correspondessem a um volume despropositado de ações ou se o preço de exercício, já no momento da aprovação do plano respectivo, estivesse abaixo das cotações de mer-

⁵⁹⁴ ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395, pp. 1.394-1.395

⁵⁹⁵ “O plano aprovado pela assembleia geral deve conter as diretrizes gerais para o seu funcionamento e para a concessão de outorgas, sendo usual a delegação de certo grau de discricionariedade ao órgão encarregado de aplicá-lo, na prática. Assim, costuma-se prever no plano (i) cláusulas sobre sua administração; (ii) hipótese de desligamento dos outorgados; (iii) critérios gerais para fixação de cada outorga; e (iv) percentual máximo do capital da companhia que poderá ser outorgado na forma de opções” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 482).

⁵⁹⁶ “[No caso das opções de compra] é preciso verificar se a operação não simula tentativa de diluição injustificada da participação do acionista no aumento de capital e, se as circunstâncias o revelarem, a operação pode ser anulada ou obstaculizada” (GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Manual das companhias ou sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010, p. 128).

cado das ações-objeto”, pois nesses casos o plano não seria equânime nem reverteria em benefício da companhia⁵⁹⁷.

A CVM, na Instrução n. 323, elencou como hipótese de exercício abusivo do poder de controle a instituição de plano de opções em que se deixe a exclusivo critério dos outorgados a escolha do momento para o exercício da opção e sua venda, sem efetivo comprometimento com a obtenção de resultados⁵⁹⁸.

Em 2002, ao analisar plano de outorga de opções de compra de São Paulo Alparagatas S.A., o colegiado da autarquia ofereceu uma interpretação ao dispositivo⁵⁹⁹. No entendimento do órgão, faltará comprometimento dos outorgados com a obtenção de resultados caso se elimine o risco inerente às opções⁶⁰⁰ através da manipulação ou fixação favorecida do preço de exercício ou do preço de negociação das ações após exercida a opção. Como exemplo do primeiro caso citou-se eventual cláusula que determine a apuração do preço de exercício como sendo o preço de mercado das ações no momento do exercício, descontado certo percentual. Como exemplo do segundo, uma disposição no plano de opções obrigando a companhia a readquirir as ações após o exercício da opção por um determinado preço⁶⁰¹.

Nesse julgamento a CVM decidiu que a garantia de direito de preferência à companhia para a recompra das ações adquiridas pelos administradores em decorrência de plano de opções não eliminava o risco dos beneficiários. Esse entendimento tem sido confirmado⁶⁰².

5.5.4 Preço de exercício

Conforme citado logo acima, Paulo César Aragão elenca como cláusula abusiva a fixação do preço de exercício das opções abaixo das cotações de mercado das ações objeto já

⁵⁹⁷ ARAGÃO, Paulo César. Opções de compra de ações e bônus de subscrição. In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 281-293, p. 284.

⁵⁹⁸ “XIII. a instituição de plano de opção de compra de ações, para administradores ou empregados da companhia, inclusive com a utilização de ações adquiridas para manutenção em tesouraria, deixando a exclusivo critério dos participantes do plano o momento do exercício da opção e sua venda, sem o efetivo comprometimento com a obtenção de resultados, em detrimento da companhia e dos acionistas minoritários” (Art. 1º, BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 323, de 19 de janeiro de 2000*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 27 de agosto de 2012).

⁵⁹⁹ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2001/8489*. Relator Diretor Marcelo Trindade, julgado em 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

⁶⁰⁰ Vide subseção 3.1.2 sobre a importância do risco na relação entre administradores e sociedade.

⁶⁰¹ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2001/8489*. Relator Diretor Marcelo Trindade, julgado em 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

⁶⁰² Vide BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2009/11977*. Relator Diretor Eli Loria. Julgado em 10 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

no momento da aprovação do plano respectivo. A CVM, no caso da São Paulo Alparagatas S.A., por sua vez, exemplificou como caso em que o risco do plano seria eliminado aquele em que a apuração do preço de exercício se desse pelo preço de mercado das ações no momento do exercício, descontado de um certo percentual. Como se vê, o estabelecimento do preço de exercício é das questões que se prestam aos maiores abusos.

Em resposta a esse problema alguns juristas propõem critérios pelos quais se poderia determinar um preço justo para o exercício das opções. Mauro Brandão Lopes é da opinião de que se deve observar o art. 170, § 1º da Lei das S.A.⁶⁰³⁻⁶⁰⁴. Nelson Eizirik era da mesma opinião⁶⁰⁵. Mais recentemente, porém, o autor passou a admitir o deságio no momento da outorga do plano⁶⁰⁶.

Não deve prevalecer esse novo entendimento de Eizirik. A finalidade do plano de opções é conferir um incentivo aos administradores para que trabalhem pela valorização da companhia. Se o preço de exercício for inferior ao valor presente, essa finalidade fica enfraquecida.

Para as companhias abertas o valor das ações no mercado no momento da outorga da opção é a melhor alternativa, pois presume-se que ele reflete adequadamente o valor de mercado da empresa. Pesquisas indicam que de fato esse é em geral o preço de exercício ótimo⁶⁰⁷. As companhias fechadas precisarão recorrer aos critérios mais incertos dos incisos I e II do § 1º do art. 170 da Lei das S.A.

⁶⁰³ Art. 170. Depois de realizados 3/4 (três quartos), no mínimo, do capital social, a companhia pode aumentá-lo mediante subscrição pública ou particular de ações.

§ 1º O preço de emissão deverá ser fixado, sem diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, ainda que tenham direito de preferência para subscrevê-las, tendo em vista, alternativa ou conjuntamente:

I — a perspectiva de rentabilidade da companhia;

II — o valor do patrimônio líquido da ação;

III — a cotação de suas ações em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão organizado, admitido ágio ou deságio em função das condições do mercado (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁶⁰⁴ “A fixação deste preço, como parece indubitável, deve obedecer ao disposto no § 3º [*sic*, § 1º] do art. 170, [...] não somente porque, embora o parágrafo, prendendo-se ao caput, tenha sido introduzido para aumentos por subscrição pública ou particular, de que não se trata, o seu objetivo é o nivelamento dos direitos de acionistas sobre o acervo social, e este objetivo desautoriza qualquer exceção à regra, sob pena de se beneficiarem os futuros acionistas à custa dos antigos” (LOPES, Mauro Brandão. O bônus de subscrição e a opção de compra de ações. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92, p. 90).

⁶⁰⁵ “não há dúvida de que a determinação do preço de emissão das ações decorrentes do exercício das opções de compra de ações está sujeita à observância dos critérios estabelecidos no artigo 170 da Lei das S.A.” (EIZIRIK, Nelson. Bônus de subscrição. Cláusula de ajustamento do preço de exercício. Aplicação em decorrência de aumento de capital efetuado para atender a plano de opção de compra de ações. In: _____. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 449-474, p. 456).

⁶⁰⁶ “Deve o plano indicar também qual será o preço de exercício da opção, tendo em vista os parâmetros elencados no artigo 170, § 1º. Tratando-se de companhia aberta com ações negociadas em Bolsa de Valores e dotadas de liquidez, deverá prevalecer a cotação em Bolsa na data da outorga, admitindo-se deságio” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 482).

⁶⁰⁷ HALL, Brian J.; e MURPHY, Kevin J. *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7548>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

Outra questão que suscita alguma discussão é a alteração do preço de exercício. Uma preocupação daqueles que estudam o tema das opções de compra é a gratificação pelo acaso⁶⁰⁸, ou seja, por alterações no valor de mercado das ações sem qualquer relação com o desempenho dos administradores.

Uma solução simples é indexar o preço de exercício a um índice, dispondo, por exemplo, que ele será igual ao valor presente das ações atualizado pela variação do Ibovespa até a data de maturação da opção.

Sem um índice de atualização ou mecanismo semelhante um preço de exercício inicialmente justo pode se tornar perverso. Imagine-se um executivo de uma companhia média (incapaz de por si só influenciar o rumo do mercado de ações) contemplado com um plano de opções no primeiro semestre de 2008, pouco antes da crise do *subprime* atingir o Brasil. Ainda que seu desempenho tenha sido excelente entre 2008 e 2013, é provável que o valor das ações da companhia tenha caído simplesmente em decorrência das condições do mercado. Se esse mesmo executivo tivesse sido contemplado com o plano no início da década de 2000, quando o Ibovespa estava em baixa, e exercido a opção no primeiro semestre de 2008, ele teria percebido ganhos elevados sem qualquer relação com sua performance.

Circunstâncias como essas autorizariam a reprecificação das opções — sempre com o intuito de reduzir a distorção gerada pelo mercado. Nada explica, por exemplo, que o preço de exercício seja ajustado para baixo quando o mercado está em alta⁶⁰⁹.

No já citado Processo Administrativo n. RJ 2009/11977 a CVM se deparou com um caso de reprecificação de opções. A assembleia da companhia havia aprovado um preço de exercício no valor de R\$ 51,20. O conselho de administração, no exercício dos poderes de organização e administração do plano, outorgados pela assembleia, reduziu esse valor para R\$ 45,00. O relator julgou que essa alteração, por sua relevância, deveria ter sido submetida à assembleia. O diretor Otávio Yazbek, porém, descartou a questão, sob o fundamento de que ela não era relevante para a análise do caso (que dizia respeito ao direito de preferência da

⁶⁰⁸ Vide, por exemplo, BERTRAND, Marianne e MULLAINATHAN, Sendhil. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. In: *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 3, Aug. 2001, pp. 901-932, 2001; BEBCHUCK, Lucian A.; FRIED, Jesse M.; e WALKER, David I. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=316590>>. Acesso em: 26 de outubro de 2008 (especialmente as pp. 796 e ss.); e OXELHEIM, Lars; WIHLBORG, Clas; e ZHANG, Jianhua. How to avoid compensating the CEO for luck: the case of macroeconomic fluctuations. In: THOMAS, Randall S. e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 159-183.

⁶⁰⁹ Brenner, Sundaram e Yermack, por exemplo, constataram que o preço de exercício foi ajustado para baixo em diversas companhias americanas na década de 1990, quando o mercado americano estava em alta (BRENNER, Menachem; SUNDARAM, Rangarajan K.; e YERMACK, David. *Altering the Terms of Executive Stock Options*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=114288>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012).

companhia para readquirir ações obtidas pelos administradores no âmbito de planos de opções de compra de ações). Tal voto veio a prevalecer, e a questão não foi analisada. No entanto, Otávio Yazbek manifestou dúvida quanto à possibilidade da delegação de tal poder, perguntando-se se “o conteúdo daquela outorga extrapola os limites daquilo que se poderia atribuir, invadindo a competência legal da assembleia”⁶¹⁰. O colegiado decidiu por solicitar à Superintendência de Relações com Empresas que desenvolvesse um estudo sobre o tema, para “permitir à CVM emitir uma orientação adequada ao mercado”.

Não se pode admitir que, tendo o plano sido aprovado pela assembleia, incluindo-se aí o preço de exercício das opções, seja ele modificado pelo conselho de administração sob o argumento de que tal órgão está apenas *administrando* o plano. Trata-se de uma alteração de profunda significância, que afeta diretamente a possibilidade do plano atingir suas finalidades. Além do mais, como se viu acima a outorga de opções de compra é uma questão que afeta diretamente os acionistas, pois pode provocar a diluição de sua participação no capital, e o conselho de administração não tem competência para julgar quanto ao interesse dos sócios, apenas da companhia.

5.6 Publicidade

A informação é um dos bens jurídicos mais importantes para os direitos societário e do mercado de capitais, pois ela é um pressuposto básico para que investidores e acionistas tomem suas decisões. O direito de fiscalizar a gestão da companhia, por exemplo, elencado no art. 109 da Lei das S.A. como um dos direitos fundamentais dos acionistas⁶¹¹, não é mais do que um direito a se informar.

O art. 157 obriga que os administradores de companhias abertas prestem certas informações aos acionistas e investidores. Do ponto de vista dos acionistas, ele cria um direito à informação, que, contudo “não é absoluto e a LSA estabelece os momentos, condições e locais onde a informação é devida e deve ser prestada”⁶¹². O § 4º, que trata dos fatos relevantes,

⁶¹⁰ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2009/11977*. Relator Eli Loria. Julgado em 10 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

⁶¹¹ Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:
[...]

III — fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁶¹² CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181, p. 1.170.

é o que costuma receber maior atenção da doutrina, até mesmo pelas dificuldades que sua aplicação enseja. Mas esse artigo também exige que os administradores prestem aos acionistas diversas informações relativas à remuneração:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;
- e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

§ 2º Os esclarecimentos prestados pelo administrador poderão, a pedido de qualquer acionista, ser reduzidos a escrito, autenticados pela mesa da assembléia, e fornecidos por cópia aos solicitantes.

§ 3º A revelação dos atos ou fatos de que trata este artigo só poderá ser utilizada no legítimo interesse da companhia ou do acionista, respondendo os solicitantes pelos abusos que praticarem.

[...]

Perceba-se que a norma se dirige exclusivamente às companhias abertas. Imagina-se que no entendimento do legislador os acionistas das companhias fechadas estão próximos o suficiente da administração para obter as informações de que necessitam, ou talvez que as informações exigidas pelo art. 157 são relevantes apenas nas companhias abertas. Ambos pensamentos traduzem no máximo *meia verdades*, e certamente seria benéfico que os administradores de companhias fechadas também tivessem o dever de informar seus acionistas. O fato, porém, é que a lei não impõe tal dever, e não parece razoável seguir o raciocínio de Carvalho-

sa, segundo o qual nas companhias fechadas esse dever seria ainda mais amplo⁶¹³. Não cabe ao intérprete criar normas, ainda que para propósitos nobres.

Para Nelson Eizirik os objetivos do art. 157 são “(I) permitir o conhecimento dos valores mobiliários de propriedade dos administradores; (II) facilitar o combate ao *insider trading*; e, o principal de todos, (III) obrigar a divulgação dos fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia”⁶¹⁴. Lendo-se o art. 157 percebe-se que a essa lista poder-se-ia adicionar o objetivo de permitir que os acionistas tenham pleno conhecimento da remuneração dos administradores.

5.6.1 Informações prestadas no termo de posse

Ao tomar posse, os administradores devem informar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que sejam titulares.

Como bem destaca Luiz Antônio de Sampaio Campos, “essas previsões servem para informar à assembléia a extensão do interesse dos administradores na companhia, na qualidade de titulares de valores mobiliários e a evolução desse interesse ao longo dos exercícios”⁶¹⁵. Eizirik *et alii* destacam que a norma também permite saber se os administradores são também controladores⁶¹⁶. Alguns também o consideravam como uma medida preventiva ao *insider trading*⁶¹⁷. No entanto a norma era pouco eficaz nesse sentido, visto que os mandatos dos ad-

⁶¹³ “O art. 157, com efeito, trata apenas do procedimento de disclosure nas companhias de mercado. Mas, em hipótese alguma, tal norma poderá ser interpretada como permissão para que os administradores de companhia fechada se apropriem indiretamente da renda social, além do montante deliberado pela assembleia ordinária anterior, sem qualquer obrigação de levarem ao conhecimento dos acionistas a compatibilidade de tais ganhos. Nestas como naquelas (companhias fechadas e abertas) todos os ganhos indiretos deverão ser computados na remuneração, pois são proventos do administrador que oneram a companhia e retiram dos acionistas parte dos lucros disponíveis. Consequentemente, devem ser inteiramente revelados aos acionistas na assembleia geral ordinária seguinte, por iniciativa de própria administração, em seu relatório. E diferentemente da companhia aberta em que se exige um percentual elevado para o pedido de disclosure (5%), no caso das companhias fechadas qualquer acionista poderá fazê-lo na assembleia geral, na oportunidade da discussão das contas da diretoria, relatório e demonstrações financeiras” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 266).

⁶¹⁴ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 388.

⁶¹⁵ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181, p. 1.172

⁶¹⁶ “O aludido dispositivo [art. 157] possui dupla finalidade. A primeira consiste em estabelecer se o administrador, de acordo com o número e espécie de valores mobiliários de que é titular, é também acionista controlador da companhia” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 463).

⁶¹⁷ “A declaração de propriedade dos valores mobiliários que o administrador deve fazer, ao tomar posse de seu cargo, constitui meio de repressão ao *insider trading*” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 327); “A segunda finalidade da norma consubstancia-se na repressão do *insider trading*” (EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 463).

ministradores podem ser de até três anos. De toda forma a inserção do § 6º lhe removeu tal responsabilidade, como Eizirik *et alii* reconhecem.

As informações exigidas pelo *caput* não dizem respeito diretamente à remuneração, mas podem influenciá-la. Se os administradores possuírem uma participação significativa na companhia, por exemplo, planos agressivos de alinhamento de interesses entre administradores e acionistas tornam-se desnecessários.

5.6.2 Informações prestadas em assembleia geral ordinária

Certas informações devem ser prestadas pelos administradores à assembleia geral ordinária mediante requisição de acionistas representando pelo menos 5% do capital social. Dessas, algumas dizem respeito diretamente à remuneração: os administradores são obrigados a informar aos acionistas sobre opções de compra de ações que houverem contratado ou exercido no exercício anterior; benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenham recebido ou estejam recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; e as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível.

Nenhuma dessas informações diz respeito ao pró-labore ou participação nos lucros pelo simples fato de que essas parcelas são fixadas pela própria assembleia ou pelo estatuto, e portanto os acionistas não necessitam de qualquer informação a esse respeito. O que a norma exige são dados complementares, que permitam aos acionistas ter uma visão mais ampla da contrapartida recebida pelos administradores.

Veja-se que o foro competente para que os acionistas exijam essas informações é a assembleia geral *ordinária*. Carvalhosa julga essa restrição “absurda”⁶¹⁸. Mas Luiz Antônio Campos lembra que a assembleia ordinária é o momento próprio para que os administradores prestem esclarecimentos aos acionistas, sendo a presença de um daqueles, pelo menos, obrigatória⁶¹⁹. Além disso, é em regra na assembleia geral ordinária que se estabelece a remunera-

⁶¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 330.

⁶¹⁹ Art. 134, § 1º da Lei das S.A. (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

ção dos administradores, sendo esse o momento ideal para que os acionistas busquem maiores informações sobre o tema⁶²⁰. É razoável, portanto, a limitação legal.

Carvalhosa coloca ainda uma questão importante quanto à interpretação da alínea *d* do § 1º. Tal dispositivo cria a obrigação dos administradores prestarem esclarecimentos sobre “as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível”. Para Carvalhosa, *diretores*, nesta norma, são os “empregados a que se atribui, no organograma da empresa, o título de diretores”⁶²¹, e não os diretores no sentido jurídico do termo.

A leitura do dispositivo fornece argumentos para que se defenda a posição de Carvalhosa. A lei não submete os conselheiros à obrigação criada pela alínea *d* do § 1º, o que parece indicar que os destinatários da norma de fato não são os administradores. Além disso, a lei se refere a *contrato de trabalho*, quando diretores não são, por natureza, empregados e, portanto, não firmam necessariamente contratos de trabalhos (embora possam fazê-lo, como se mencionou na seção 5.1), mas usualmente contratos de prestação de serviços.

Por outro lado, a leitura atenta do dispositivo também fornece argumentos em sentido contrário. Não se compreende por que a lei usaria o vocábulo *diretores* nesta alínea em sentido diverso daquele em que o usa em suas demais disposições. Ademais, interpretando-se a lei no sentido proposto por Carvalhosa os diretores *de direito* ficariam isentos de prestar informações sobre seus próprios contratos, mas obrigados a fazê-lo quanto aos contratos de funcionários hierarquicamente inferiores. Por fim, a conjunção *e*⁶²² denota uma adição entre fatores diversos, mas os diretores *de fato* fazem parte do gênero *empregados de alto nível*. Caso a lei desejasse se referir a eles, poderia ter acrescentado “diretores *e demais* empregados de alto nível”.

⁶²⁰ “a Assembleia Geral Ordinária é a única que necessariamente ocorre todo ano; é a Assembleia Geral o local onde a administração presta conta aos acionistas a respeito do exercício social e do que se passou nas atividades sociais no exercício; é na Assembleia Geral onde, em regra, são nomeados os administradores da companhia (ainda que não os diretores nas companhias onde exista Conselho de Administração) e é fixada a remuneração global dos administradores; na Assembleia Geral Ordinária é obrigatória a presença de administradores. Essas razões justificam a oportunidade do momento [...]”

Além disso, a previsão de um momento único e específico permite que os administradores estejam em condições de responder às indagações que lhe são feitas e evita delongas e adiamentos nas respostas, que certamente ocorreriam caso os requerimentos pudessem ser feitos em qualquer oportunidade ou assembleia” (CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181, p. 1.173).

⁶²¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 332.

⁶²² “O administrador da companhia é obrigado a revelar em assembleia geral ordinária (...) as condições dos contratos que tenham sido firmados pela diretoria e empregados de alto nível” (art. 157, § 1º da Lei das S.A.) (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

As contradições que resultam da posição de Carvalhosa não recomendam sua aceitação. Além disso, é preciso atentar para a finalidade do art. 157, § 1º que é a ampla divulgação de informações⁶²³. Interpretar a lei como isentando os diretores de prestar informações sobre seus contratos subverte essa finalidade, enquanto interpretá-la de maneira extensiva lhe dá plena aplicação.

Sendo assim, a melhor leitura do art. 157, § 1º, *d* é aquela que resulta na obrigação dos administradores prestarem esclarecimentos sobre os contratos firmados com os diretores *de direito* e empregados de alto nível, como superintendentes e diretores *de fato*.

Cabem ainda alguns comentários sobre os §§ 2º e 3º do art. 157.

Naturalmente se os acionistas não optarem pela lavratura da ata em forma de sumário⁶²⁴, os esclarecimentos prestados pelos administradores deverão constar de tal documento. Nesse caso seria desnecessário que eles fossem levados a termo, como dispõe o § 2º do art. 157. Como destaca Luiz Antônio Campos, “[t]odavia, dada a delicadeza das informações que podem ser requeridas e prestadas, muitas vezes não convém que constem do corpo da ata da Assembleia Geral”⁶²⁵. Ainda, os *solicitantes* a que se refere o § 2º não precisam deter uma participação de 5% ou mais do capital social⁶²⁶.

Quanto ao § 3º, note-se que ele “não impõe o dever de guardar sigilo. Apenas exige que os acionistas não divulguem indiscriminadamente, e sem relevantes fundamentos, os esclarecimentos prestados pelo administrador”⁶²⁷. Para verificar se a informação foi utilizada *no legítimo interesse da companhia ou dos acionistas* deve-se analisar o interesse destes “na condição de acionista, e não em qualquer outra condição ou interesse”⁶²⁸.

⁶²³ “O sistema da lei é o do *full disclosure*, ou seja, o da total publicidade de atos e fatos que possam de qualquer forma afetar a tomada de decisão dos investidores sobre a aquisição de valores mobiliários da companhia” (LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 473).

⁶²⁴ Art. 130. Dos trabalhos e deliberações da assembléia será lavrada, em livro próprio, ata assinada pelos membros da mesa e pelos acionistas presentes. Para validade da ata é suficiente a assinatura de quantos bastem para constituir a maioria necessária para as deliberações tomadas na assembléia. Da ata tirar-se-ão certidões ou cópias autênticas para os fins legais.

§ 1º A ata poderá ser lavrada na forma de sumário dos fatos ocorridos, inclusive dissidências e protestos, e conter a transcrição apenas das deliberações tomadas (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁶²⁵ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181, p. 1.177.

⁶²⁶ “Não é necessário que os acionistas que pedirem as cópias demonstrem ter mais de 5% (cinco por cento) do capital social, exigência necessária apenas para a solicitação de informações” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 390).

⁶²⁷ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 474.

⁶²⁸ CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181, p. 1.178

Por fim, lembre-se que a CVM pode reduzir o percentual de 5% exigido pelo § 1º, nos termos do art. 291 da Lei das S.A.⁶²⁹.

5.6.3 Informações prestadas nas demonstrações financeiras

O art. 176, § 5º, IV, g da Lei das S.A., incluído pela Lei n. 11.941, de 2009, exige que seja indicado nas notas explicativas das demonstrações financeiras “as opções de compra de ações outorgadas e exercidas no exercício”⁶³⁰.

A remuneração é definida no estatuto (fixação da participação nos lucros) e na assembleia (atribuição da participação nos lucros e pró-labore); as opções de compra são outorgadas de acordo com um plano aprovado em assembleia; o exercício de tais opções é divulgado nas notas às demonstrações contábeis; e os contratos firmados com os diretores estão abertos para o conhecimento dos acionistas (cumpridos os requisitos legais). É preciso reconhecer que os acionistas de companhias brasileiras (em especial das companhias abertas) tem amplas condições de obter informações sobre a remuneração dos administradores. Faltam às regras sobre a matéria sistematização e clareza. Com as instruções nn. 480 e 481 a CVM objetivou-se mitigar esse problema, pelo menos no que diz respeito às companhias abertas.

5.6.4 Instruções CVM nn. 480 e 481

Em 2009, no uso das atribuições que lhe são conferidas pelos artigos 8º, I e III; 21 e 22 da Lei do Mercado de Capitais; e 126, § 2º da Lei das S.A., a CVM expediu as instruções n. 480, referente ao registro de emissores de valores mobiliários; e n. 481⁶³¹, referente a convocações para assembleias gerais e pedidos de procurações⁶³².

A Instrução CVM n. 480 instituiu o formulário de referência, que deve ser entregue anualmente pelas companhias, sempre que houver a distribuição pública de valores mobiliári-

⁶²⁹ Art. 291. A Comissão de Valores Mobiliários poderá reduzir, mediante fixação de escala em função do valor do capital social, a porcentagem mínima aplicável às companhias abertas, estabelecida [...] no § 1º do art. 157 (BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012).

⁶³⁰ Art. 176, BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 13 de março de 2012.

⁶³¹ BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012.

⁶³² BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012.

os, e quando se fizer necessária sua atualização⁶³³. Dentre as informações exigidas pelo formulário de referência (elencadas no anexo 24 da instrução) encontram-se no item 13 diversas relativas à remuneração dos administradores, tais como (I) descrição da política de remuneração; (II) remuneração aferida nos últimos exercícios (incluindo remuneração variável ou baseada em ações); (III) quantidade de ações e outros valores mobiliários emitidos pela companhia, seus controladores, controladas ou sociedades sob controle comum e detidas pelos administradores, dentre outras⁶³⁴.

Em virtude de uma ação movida pelo Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças — IBEF, seccional do Rio de Janeiro⁶³⁵, o dispositivo mais célebre dessa instrução é aquele que exige a divulgação da maior e menor remuneração dos administradores, além da remuneração média. Na demanda, proposta contra a CVM, a associação questiona a exigência sob o fundamento de que a autarquia haveria ultrapassado sua competência para regular a lei e que a norma em questão viola o direito à intimidade dos administradores. O parecer emanado por Nelson Eizirik corroborando tais argumentos (juntado ao processo com a inicial) foi publicado em obra conjunta com Carvalhosa⁶³⁶. A autora obteve cautelar, confirmada pelo STJ⁶³⁷, graças à qual algumas companhias abertas seguem desobrigadas de prestar essas informações ao mercado.

Um artigo recentemente publicado no jornal *Valor Econômico* aborda muito bem a polêmica⁶³⁸. Nele o autor cita o caso de um executivo estadunidense do setor de tecnologia cujo salário anual entre 1997 e 2011 era de um dólar. Talvez ele se referisse a Eric Schmidt, ex-diretor presidente do Google, que deixou a companhia em 2011. Uma pesquisa na *internet* mostra que Eric, assim como Sergey Brin e Larry Page (fundadores do Google), recebia um

⁶³³ Art. 24 (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012).

⁶³⁴ Anexo 24, item 13 (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012) A lista é extensa e pormenorizada; para mais detalhes, vide a própria instrução.

⁶³⁵ Processo n. 2010.51.01.002888-5, 5ª Vara Federal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro, RJ.

⁶³⁶ EIZIRIK, Nelson. Parecer 20 — Limites da atuação reguladora da CVM. Ilegalidade das regras da Instrução CVM n. 480/09 referentes à remuneração dos administradores de companhias abertas. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 378-397.

⁶³⁷ BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Medida Cautelar n. 17.350 — RJ (2010/0168534-8*. Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças — IBEF Rio de Janeiro x Comissão de Valores Mobiliários — CVM. Rel. Castro Meira. Julgado em 7 de outubro de 2010.

⁶³⁸ SHIGUEMATSU, Plínio. O curioso caso do executivo que valia US\$ 1. In: *Valor Econômico*, São Paulo, 2 a 4 de agosto de 2013. Legislação e Tributos, p. E2.

salário anual de US\$ 1,00⁶³⁹. E esse não é um caso isolado: Steve Jobs era outro executivo que recebia um salário de US\$ 1,00, e recentemente Mark Zuckerberg se juntou ao “time”⁶⁴⁰.

Shiguematsu, referindo-se ao executivo que tomou como exemplo, observa que

o criminoso comum talvez não o identificasse como um bom alvo de sequestro. Afinal, após 24 anos recebendo apenas US\$ 1,00 dólar por ano, sua fortuna estimada em US\$ 24 não representaria ganhos muito elevados⁶⁴¹.

A ironia é evidente: não é necessário consultar o formulário apresentado pelo Google à SEC para saber que o Sr. Eric Schmidt é um milionário; de fato a revista *Forbes* o aponta como a 138ª pessoa mais rica do mundo⁶⁴². Os sinais externos de riqueza evidenciam algo que nenhum formulário apresentado a autoridades do mercado de capitais pode ocultar. Alegar que a divulgação dos salários de executivos viola a intimidade quando sua riqueza está estampada nos periódicos é risível. Cabe lembrar ainda que as companhias abertas captam poupança popular, e portanto precisam se expor ao público. Aquele que não deseja fazê-lo não deve tomar parte nas atividades de companhias abertas.

Além de ser equivocada, a posição defendida pelo IBEF serve ainda para ocultar práticas remuneratórias questionáveis. Um fato ocorrido no mercado brasileiro ilustra o que se afirma. Até 2011 o Bradesco divulgava a maior e menor remuneração de seus executivos, além da média de suas remunerações⁶⁴³. O fato de que a maior remuneração dentre os conselheiros era superior à do diretor mais bem pago pela companhia chamou a atenção dos investidores. A partir de 2012, então, sob o argumento de preservar a privacidade de seus administradores, o Bradesco passou a se valer da liminar do IBEF. O jornal Valor Econômico chegou a questionar se ainda haveria interesse em preservar essa privacidade, uma vez que nos anos anteriores a divulgação havia sido feita, mas a companhia preferiu não se pronunciar⁶⁴⁴.

⁶³⁹ Vide o *Form 8-K* apresentado por Google Inc. à SEC em 17 de janeiro de 2006, disponível em: <<http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1288776/000119312506010016/d8k.htm>>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

⁶⁴⁰ KLEINMAN, Alexis. Mark Zuckerberg \$1 Salary Puts Him Elite Group Of \$1 CEOs. *The Huffington Post*. Disponível em: <http://www.huffingtonpost.com/2013/04/29/mark-zuckerberg-salary_n_3178371.html>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

⁶⁴¹ SHIGUEMATSU, Plínio. O curioso caso do executivo que valia US\$ 1. In: *Valor Econômico*, São Paulo, 2 a 4 de agosto de 2013. Legislação e Tributos, p. E2.

⁶⁴² FORBES. *The World's Billionaires: Eric Schmidt*. Disponível em: <<http://www.forbes.com/profile/eric-schmidt/>>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

⁶⁴³ Vide os formulários de referência apresentados pelo Banco Bradesco S.A. à CVM, disponíveis em <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

⁶⁴⁴ TORRES, Fernando. Bradesco passa a usar liminar para manter remuneração em sigilo. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/financas/2555950/bradesco-passa-usar-liminar-para-manter-remuneracao-em-sigilo#ixzz2bDOH7H8Y>>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

De toda sorte, essa polêmica abrange *parcialmente um* item (se bem que relevante) da Instrução CVM n. 480. As exigências são amplas, tão ou mais abrangentes do que aquelas exigidas ou que se pretende exigir das companhias abertas britânicas (vide subseções 4.5.1 e 4.7.1). O que falta à Instrução CVM n. 480 talvez seja uma maior preocupação com a exposição das informações, de forma a torná-las mais acessíveis e facilmente comparáveis.

A Instrução CVM n. 481, por sua vez, exige a divulgação de certas informações referentes à remuneração dos administradores e a planos de remuneração com base em ações na ocasião da convocação de assembleia geral para deliberar sobre as matérias.

Ao convocar-se assembleia para deliberar sobre plano de remuneração baseado em ações o art. 13 e Anexo 13 da referida instrução exigem que se disponibilize aos acionistas, por meio do *website* da CVM, (I) cópia do plano proposto; (II) informações sobre suas principais características, tais como número máximo de ações abrangidas pelo plano e critérios para fixação do preço de exercício; e (III) justificativas do plano proposto, expondo, dentre outros, seus principais objetivos e como ele se insere na política de remuneração da companhia⁶⁴⁵.

Já ao convocar-se assembleia para fixar a remuneração dos administradores, deve-se disponibilizar a proposta, além de atender-se às exigências do Anexo 13⁶⁴⁶.

Tratam-se de disposições salutares, em linha com as tendências internacionais (vide subseções 4.5.1 e 4.7.1 para o tratamento da questão no direito britânico), malgrado as posições do IBEF — RJ e de Nelson Eizirik. Seria desejável que houvesse disposições semelhantes, se bem que menos meticulosas, aplicáveis às companhias fechadas, nos moldes do que ocorre no direito britânico — uma inovação que não caberia à CVM, dado que extrapola sua competência.

5.7 Os membros de órgãos técnicos ou consultivos

A remuneração dos membros dos órgãos técnicos ou consultivos, de que trata o art. 160 da Lei das S.A., traz algumas questões ao intérprete. A primeira a requerer resposta é se eles são ou não administradores.

⁶⁴⁵ Art. 13 e Anexo 13 (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012).

⁶⁴⁶ Art. 12 (BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012).

Alfredo Lamy Filho é da opinião de que sim⁶⁴⁷. No entanto, se fosse esse o caso o art. 160 não teria razão de ser, e muito menos a limitação criada por ele, de submeter os membros de tais órgãos apenas aos artigos 153 a 159 da Lei das S.A, e não aos demais aplicáveis aos administradores.

Por essas razões a maior parte da doutrina afirma que os membros dos órgãos técnicos ou consultivos *não* são administradores. Nesse sentido Carvalhosa⁶⁴⁸, Eizirik⁶⁴⁹ e Lazzareschi⁶⁵⁰.

A lei não os submete às normas do art. 152, de forma que sua remuneração não necessita de aprovação da assembleia. Apesar de compartilhar desse entendimento⁶⁵¹, Eizirik sustenta que os membros dos conselhos técnicos ou consultivos podem participar dos lucros⁶⁵².

Em sentido contrário opina Carvalhosa⁶⁵³, em especial devido à dicção do art. 152, § 1º da Lei das S.A., que dispõe que o estatuto poderá atribuir participação nos lucros *aos administradores*.

Ora, ou se submete os membros dos órgãos técnicos e consultivos ao art. 152 *in totum* ou não se lhes garante os benefícios desse dispositivo. Se a lei não os submeteu a ele, não cabe ao intérprete fazê-lo.

Nada impede, por outro lado, que os membros dos órgãos técnicos ou consultivos recebam algum outro tipo de remuneração variável. Pense-se numa sociedade dedicada à construção de imóveis, em que a diretoria constituiu um conselho técnico de engenharia. A companhia poderia pagar aos conselheiros um bônus caso a obra fosse terminada antes do prazo ou com custos menores que os previstos, por exemplo, ou se a comercialização do projeto obtivesse excepcionais resultados. Nada impede, tampouco, que participem de plano de opções

⁶⁴⁷ “sendo os integrantes dos conselhos estatutários também administradores, obviamente o comportamento da assembleia geral, ou de qualquer outro órgão que os eleger, estará necessariamente obrigado à observância do artigo 152 — artigo que em seu § 1º admite a participação nos lucros” (LAMY FILHO, Alfredo. Remuneração do Conselho com Participação nos Lucros. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Buhlões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 414-420, p. 418).

⁶⁴⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 398.

⁶⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 418.

⁶⁵⁰ LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 519.

⁶⁵¹ “a remuneração de seus membros não depende de aprovação da assembleia, podendo ser estabelecida mediante deliberação do conselho de administração ou decisão da diretoria” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 418).

⁶⁵² “Nada impede, porém, que os membros de órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto também a elas façam jus, uma vez demonstrado que contribuem para os resultados da companhia. Como eles têm deveres e responsabilidades da mesma natureza que os diretores e membros do conselho de administração, podem também usufruir dos mesmos direitos. Assim, é perfeitamente legítimo que o estatuto estabeleça a sua participação nos lucros, na proporção que fixar, bem como que a assembleia delibere a respeito” (EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 347).

⁶⁵³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003.

de compra, já que o art. 168, § 3º dispõe que dele podem participar não só os administradores como também empregados e “pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou sociedade sob seu controle”.

Com isso encerra-se a análise da disciplina da remuneração dos administradores no direito brasileiro. Por todo o exposto percebe-se que sua construção foi profundamente influenciada por uma preocupação com o abuso do poder de controle, por sua vez decorrente da estrutura acionária dominante das companhias brasileiras nas últimas décadas, em que o controle é sólido, baseado na propriedade da maioria do capital votante, e portanto fácil de ser abusado e difícil de ser combatido.

Por outro lado, parece ter faltado certa visão sistemática em sua elaboração. Tratou-se separadamente da cada tema (remuneração fixa, participação nos lucros e opções de compra de ações) e deixou-se de lado questões como bônus de desempenho, remuneração baseada em ações, indenizações por denúncia antecipada de contratos firmados com administradores e *phantom stock* e *phantom stock option plans*⁶⁵⁴.

Isso não significa que essas modalidades de remuneração estejam isentas de qualquer limite. Quaisquer valores pagos aos administradores se submetem ao art. 152, *caput*, e portanto estão limitados ao teto aprovado pelos acionistas. A remuneração baseada em ações exige que a companhia negocie com seus próprios papéis, matéria que possui regulação própria, como referido brevemente acima. Parece que somente as indenizações pagas a administradores por rescisão antecipada de contratos ficam realmente isentas de qualquer regulação, aparte as regras gerais sobre conflito de interesses a abuso do poder de controle. De toda forma, causa certa estranheza que alguns temas tenham recebido atenção específica e outros não, sem que fique claro quais as razões para distinguir os problemas que mereciam este ou aquele tratamento.

Merece elogios a atuação da CVM, exigindo que o tratamento dado pelas companhias abertas brasileiras à remuneração seja mais claro. A resistência do IBEF — RJ não deve ser sobrevalorizada, dado que ela se limita a apenas um aspecto da regulação e não lhe prejudica significativamente a eficácia — embora talvez não tenha sido a reação mais acertada do ponto de vista do interesse público.

Não cabe à CVM, contudo, regular as companhias fechadas, e a lei parece pressupor que nestas sociedades a necessidade de vias de acesso formais dos acionistas a informações da

⁶⁵⁴ Planos que mimetizam planos de outorga de ações ou opções de compra de ações, mas que são liquidados em dinheiro.

sociedades são reduzidas, dado que em regra estão mais próximos da administração. Mas o menor acesso à informação dificulta o combate ao abuso do poder de controle, e o melhor, portanto, seria que fossem criadas exigências semelhantes às do art. 157 ou da Instrução CVM n. 480 aplicáveis às companhias fechadas.

CONCLUSÃO

Embora seja citada poucas vezes ao longo do trabalho, encontram-se na obra *The Modern Corporation and Private Property*, de Adolf Berle e Gardiner Means, as raízes desta pesquisa. Mais do que uma obra sobre o estado da propriedade acionária nos EUA nos primeiros anos do século XX, *The Modern Corporation and Private Property* é um ensaio pioneiro sobre as relações entre a propriedade do capital e sua gestão⁶⁵⁵. O objetivo desta dissertação era fornecer uma breve contribuição ao estudo dessas relações no Brasil contemporâneo, de uma perspectiva jurídica.

Já é um lugar comum (no sentido moderno da expressão) afirmar que a propriedade do capital é concentrada no Brasil, uma proposição que dificilmente exigirá prova — a imensa desigualdade de renda existente no país⁶⁵⁶ evidencia sua veracidade. Como se verificou no capítulo 3, essa não é uma compreensão equivocada dos fatos, se bem que talvez seja eventualmente exagerada. Instituições jurídicas (ações preferenciais sem direito a voto) e políticas (acesso a financiamento público através do BNDES, Banco Regional de Desenvolvimento do Extremo Sul — BRDE e outras instituições de fomento) garantem que o empresário possa expandir seu empreendimento sem abrir mão do controle, o que favorece essa concentração. A administração, assim, não se separa da propriedade do capital.

O direito das companhias reconhece essa estrutura de duas maneiras, não totalmente harmônicas. Por um lado limita o poder do proprietário-gestor, na tentativa de conter seu abuso. Mas por outro o legitima, como ao permitir as ações sem direito a voto; ao garantir ao controlador maioria no conselho de administração; e ao exigir que na oferta pública por alienação do controle de companhia aberta o adquirente assegure aos minoritários um preço igual a apenas 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Pensando o direito como uma forma dos cidadãos, enquanto comunidade política, comunicarem-se sobre o que esperam de si e de seus concidadãos, a mensagem transmitida pelo direito societário brasileiro hoje é “goze, frua e use do poder de controle, *mas não exagere*”. Uma mensagem dissonante, já que seus componentes partem de atitudes contraditórias quanto a um mesmo objetivo.

Fatos ocorridos na última década levaram alguns a ver uma mudança na distribuição do capital das companhias brasileiras, que estaria em processo de dispersão. Confirmada tal

⁶⁵⁵ Posto que compartilha com a obra *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, de Alfred Chandler.

⁶⁵⁶ De 136 países para os quais o Banco Mundial possui dados referentes ao século XXI o Brasil apresenta o 13º mais elevado coeficiente de Gini, entre Guatemala e Zâmbia. Fonte: <http://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI>.

leitura caberia perguntar quais seriam as consequências dessa transformação para a relação entre propriedade do capital e sua administração no Brasil e para o direito societário brasileiro.

Investigar essas questões foi o objetivo desta pesquisa. O primeiro passo nesse sentido foi traçar a história do mercado de capitais e da propriedade acionária no Brasil, de forma a melhor compreender sua dinâmica. A história da dispersão do capital no *UK* serviu de base comparativa. Descobriram-se certos matizes que recomendam cautela ao fazer afirmações sobre a estrutura do capital das sociedades brasileiras e o sentido de sua evolução, mas de uma forma geral pode-se dizer que não foram invalidadas as proposições referidas nos parágrafos anteriores.

Com a teoria da representação, que pertence ao campo da economia, analisou-se o impacto da propriedade do capital sobre a administração das sociedades e sobre a remuneração de administradores. Estabeleceu-se assim o vínculo necessário entre esses temas, encaminhando a parte final da pesquisa.

Assim, na terceira parte avaliou-se o peso da estrutura da propriedade acionária na cunhagem da disciplina da remuneração dos administradores, a resposta jurídica a um aspecto da relação entre propriedade e administração. Contando mais uma vez com uma ajuda britânica constatou-se que o direito brasileiro das companhias é inequivocamente influenciado pela distribuição do capital das companhias nativas. É o mundo das normas respondendo ao mundo dos fatos, o ser influenciando o dever ser.

Tendo-se constatado que a propriedade acionária passou por mudanças no Brasil nos últimos anos, e supondo-se que nos próximos anos a tendência não seja revertida (e não seria a primeira vez na história brasileira se isso ocorresse), a disciplina da remuneração no direito pátrio enfrentará desafios nos próximos anos, que talvez venham a exigir sua modificação.

A importância desta pesquisa está em apontar nesse sentido: as transformações que vem ocorrendo no mercado de capitais brasileiro estão a tencionar o direito societário. E não são apenas as companhias abertas as atingidas: o desenvolvimento dos mercados de *private equity* e *venture capital* vem transformando também as sociedades fechadas, que se vêem obrigadas a fazer radicais mudanças em sua gestão ao receberem investimentos de investidores institucionais. Eventualmente uma revisão da Lei das S.A. far-se-á necessária para adaptá-la à nova realidade das sociedades brasileiras.

Mas para que essa revisão seja precisa e útil, é necessário ter clareza quanto às transformações ocorridas e seus impactos sobre o direito societário. Com a presente pesquisa espe-

ra-se ter contribuído para isso no que se refere à remuneração dos administradores. Futuras pesquisas poderão analisar outros matérias componentes da disciplina das sociedades por ações, tais como acordo de acionistas e regime da informação, sob a perspectiva aqui proposta, da relação entre propriedade e administração do capital. Ou poderão ir além da *dura lex* e investigar o papel da auto-regulação na mediação desse conflito. Acompanhar a evolução da propriedade acionária no Brasil nos próximos anos permitiria avaliar melhor as tendências verificadas neste trabalho, dado que são deveras modernas e ainda precisam amadurecer — se não sublimarem. O momento é de transformações ainda não totalmente compreendidas nas sociedades brasileiras e abertura de um amplo leque de possibilidades para pesquisas transformadoras.

BIBLIOGRAFIA

1991: ANGER OVER CHAIRMAN'S 66% PAY RISE. Disponível em: <http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/june/21/newsid_2518000/2518297.stm>. Acesso em 11 de novembro de 2012.

ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990.

_____. Crise, Crescimento e Modernização Autoritária. In: _____. *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 73-104.

ALONSO, Félix Ruiz. Dividendo obrigatório e participação de diretoria. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XV, Nova Série, n. 23, 1976, pp. 167-174.

ALVES, Paulo. *Corporate Ownership: Some International Evidence*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1304197>>. Acesso em 12 de janeiro de 2013.

ARAGÃO, Paulo César. Opções de compra de ações e bônus de subscrição. In: WALD, Arnoldo (org.). *Direito Empresarial: mercado de capitais*, v. 8. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 281-293.

ARMOUR, John e GORDON, Jeffrey N. *The Berle-Means Corporation in the 21st Century*. Disponível em: <<http://www.law.upenn.edu/currently/seminars/businesslawscholarship/papers/Gordon.pdf>>. Acesso em 23 de janeiro de 2012.

ARROW, Kenneth. *Essays in the Theory of Risk Bearing*. Chicago: Markham, 1971.

ASCARELLI, Tullio. 5ª aula. In: _____. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007, pp. 93-112.

____. Premissas ao Estudo do Direito Comparado. In: _____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, pp. 31-97.

____, Tullio. *Studi di diritto comparato e in tema di interpretazione*. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1952.

AZEVEDO, Eduardo da Rocha. Quebrando paradigmas, do seu jeito. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 144-151.

BAKER, Mae e COLLINS, Michael. Financial Crises and Structural Change in English Commercial Bank Assets, 1860-1913. In: *Explorations in Economic History*, v. 36, n. 4, October 1999, pp. 428-444.

BARBOSA, Marcelo. § 289 — Remuneração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.080-1.084.

BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

BARROS, Benedicto Ferri de. Entusiasta, professor e papa. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 78-81.

BARROS, Marcos de Souza. Espírito empreendedor. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 17-21.

BEBCHUCK, Lucian A.; FRIED, Jesse M; e WALKER, David I. *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=316590>>. Acesso em: 26 de outubro de 2008.

BEBCHUK Lucian e FRIED, Jesse. *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge (Massachussets): Harvard University Press, 2004.

BEBCHUK, Lucian A; COHEN, Ana; e WANG, Charles C. Y. *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders. Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 683*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1718488>>. Acesso em 5 de dezembro de 2012.

BECHT, Marco e BÖHMER, Ekkehart. Ownership and Voting Power in Germany. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 128-153.

BERGLUND, Björn E. Human impact and climate changes — synchronous events and a causal link?. In: *Quarternary International*, v. 105, n. 1, 2003, pp. 7-12.

BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Harcourt, Brace and World, Inc., 1967.

BERTRAND, Marianne e MULLAINATHAN, Sendhil. Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are. In: *The Quarterly Journal of Economics*, v. 116, n. 3, Aug. 2001, pp. 901-932, 2001.

BLACK, Fischer; e SCHOLES, Myron. The Pricing of Options and Corporate Liabilities. In: *The Journal of Political Economy*, v. 81, n. 3, May-Jun 1973, pp. 637-654.

BLOCH, Laurence e KREMP, Elizabeth. Ownership and Voting Power in France. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 106-127.

BOLSA DE VALORES DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Desafios e Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: Bovespa, 2000.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo: séculos XV-XVIII*, v. 2 — Os jogos das trocas. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

BRENNER, Menachem; SUNDARAM, Rangarajan K.; e YERMACK, David. *Altering the Terms of Executive Stock Options*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=114288>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

BRUNETTI, Antonio. *Trattato del diritto delle società*, v. I. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1948.

CAMPOS, Luiz Antônio de Sampaio. § 298 — Dever de Informar. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1.170-1.181.

CARVALHO, Ney. A paixão que vem do berço. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 22-26.

_____. *O Encilhamento: anatomia de uma bolsa brasileira*. Rio de Janeiro: Comissão Nacional de Bolsas e São Paulo: Bovespa, 2004.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, v. 3. São Paulo: Saraiva, 2003.

CHEFFINS, Brian R. *Company Law: theory, structure and operation*. Oxford: Clarendon Press, 1997.

_____. *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=245560>. Acesso em 18 de abril de 2012.

_____. *Putting Britain in the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=218655>. Acesso em 26 de abril de 2012.

COFFEE, John C. *The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=254097>. Acesso em 19 de abril de 2012.

COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COORNAERT, E. L. J. Chapter IV: European Economic Institutions and the New World; the Chartered Companies. In: RICH, E.E.; e WILSON, C. H. *The Cambridge Economic History of Europe, v. IV: The Economy of Expanding Europe in Sixteenth and Seventeenth Centuries*. Cambridge: Cambridge University Press, 1967, pp. 223-275.

COSTA, Roberto Teixeira da. As letras e o mercado de capitais em 1963. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 93-102.

_____. Atuação do BIB no setor de investimentos. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 117-130.

_____. O mercado de capitais no Brasil. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 21-92.

_____. Palestra do presidente da CVM no 3º congresso nacional das sociedades corretoras. In: _____. *Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007, pp. 171-190.

_____. Valeu a pena. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 38-44.

COUTO, Aguinaldo Pires. Contra a maré. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 66-69.

DAVIES, Paul L. *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell, 2011.

DE ROOVER, R. Chapter II: The Organization of Trade. In: POSTAN, M. M.; RICH, E. E.; e MILLER, Edward. *The Cambridge Economic History of Europe, v. III: Economic Organization and Policies in the Middle Ages*. Cambridge: Cambridge University Press, 1965, pp. 42-156.

DEMSETZ, Harold e LEHN, Kenneth. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. In: *Journal of Political Economy*, v. 93, n. 6, Dec. 1985, pp. 1.155-1.177.

DIGNAM, Alan e GALANIS, Michael. Corporate Governance and the Importance of Macroeconomic Context. In: *Oxford Journal of Legal Studies*, v. 28, n. 2, Summer 2008, pp. 201-243.

DIGNAM, Alan. *Hicks & Goo's Cases & Materials on Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; e HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Parecer 20 — Limites da atuação reguladora da CVM. Ilegalidade das regras da Instrução CVM n. 480/09 referentes à remuneração dos administradores de companhias abertas. In: CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, pp. 378-397.

EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE NETWORK. *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries*. Disponível em: <www.csd.bg/fileSrc.php?id=10155>. Acesso em 17 de janeiro de 2012.

FAMA, Eugene F e JENSEN, Michael C. Agency Problems and Residual Claims. In: *Journal of Law and Economics*, v. 26, n. 2, June 1983, pp. 327-349.

FAMA, Eugene F. Agency Problems and the Theory of the Firm. In: *The Journal of Political Economy*, v. 88, n. 2, Apr. 1980, pp. 288-307.

FORBES. *The World's Billionaires: Eric Schmidt*. Disponível em: <<http://www.forbes.com/profile/eric-schmidt/>>. Acesso em 6 de agosto de 2013.

FOURACRE, Paul. *The New Cambridge Medieval History*, v. I c. 500-700. Cambridge: Cambridge University Press, 2008.

FRANCO, Gustavo H. B. A primeira década republicana. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 11-30.

FRANKS, Julian e MAYER, Colin. Corporate Ownership and Control in the U.K., Germany and France. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 9, n. 4, Winter 1997, pp. 30-45.

FRANKS, Julian; MAYER, Colin; e ROSSI, Stefano. *Ownership: Evolution and Regulation*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=354381>. Acesso em 18 de abril de 2012.

FRISCH, Felipe. Menos bancos, mais clientes: parcela de brasileiros com conta bancária triplicou, mas setor sofreu concentração. *O Globo*, Rio de Janeiro, 18 de agosto de 2009. Economia, p. 19.

FRITSCH, Winston. Apogeu e Crise na Primeira República: 1900-1930. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, pp. 31-72.

GELDERBLUM, Oscar e JONKER, Joost. Completing a Financial Revolution: The Finance of the Dutch East India Trade and the Rise of the Amsterdam Capital Market, 1595-1612. In: *The Journal of Economic History*, v. 64, n. 3, Sep. 2004, pp. 641-672.

GOERGEN, Marc e RENNEBOOG, Luc. Strong Managers and Passive Institutional Investors in the UK. In: BARCA, Fabrizio e BECHT, Marco (org.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford: Oxford University Press, 2003, pp. 259-284.

GOLDSCHMIDT, Levin. *Storia Universale del Diritto Commerciale*. Torino: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1913.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. Manual das companhias ou sociedades anônimas. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

GORGA, Érica. *Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries*. Disponível em: <http://scholarship.law.cornell.edu/clsops_papers/42>. Acesso em 6 de outubro de 2012.

GROSSMAN, Sanford J. e HART, Oliver D. An Analysis of the Principal-Agent Problem. In: *Econometrica*, v. 51, n. 1, Jan. 1983, pp. 105-131.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre a opção de compra de ações. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, ano XIX (Nova Série), n. 39, jul/set 1980, pp. 226-229.

HALL, Brian J.; e MURPHY, Kevin J. *Optimal Exercise Prices for Executive Stock Options*. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w7548>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.

HART, Oliver D. The Market Mechanism as an Incentive Scheme. In: *The Bell Journal of Economics*, v. 14, n. 2, Sept.-Nov 1983, pp. 366-382.

JENSEN, Michael e MECKLING, William. Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. In: *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, October 1976, pp. 305-360.

JENSEN, Michael e MURPHY, Kevin. *CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=146148>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013.

_____. Performance Pay and Top-Management Incentives. In: *Journal of Political Economy*, v. 98, n. 2, Apr. 1990, pp. 225-264.

_____. *Remuneration*: Where we've been, how we got there, what are the problems and how to fix them. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=561305>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013.

JOHANEK, Peter. Merchants, markets and towns. In: REUTER, Timothy (ed.). *The New Cambridge Medieval History*, v. III c. 900— c. 1024. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, pp. 64-94.

KLEINMAN, Alexis. Mark Zuckerberg \$1 Salary Puts Him Elite Group Of \$1 CEOs. *The Huffington Post*. Disponível em: <http://www.huffingtonpost.com/2013/04/29/mark-zuckerberg-salary_n_3178371.html> Acesso em 6 de agosto de 2013.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; e SHLEIFER, Andrei. Corporate Ownership Around the World. Disponível em: <<http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/rafael.laporta/docs/publications/LaPorta%20PDF%20Papers-ALL/Corp%20Ownership.pdf>>. Acesso em 12 de março de 2012.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; e VISHNY, Robert W. Law and Finance. In: *Journal of Political Economy*, v. 106, n. 6, December 1998, pp. 1.113-1.155.

LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO, Alfredo. Altas doses de trabalho e paixão. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 6-10.

_____. Remuneração de Empregado Eleito para Integrar Órgão da Administração. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, v. II. Rio de Janeiro: Renovar, 1996, pp. 394-403.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. *Lei das sociedades por ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56.

_____. Dividendo obrigatório e participação dos administradores nos lucros da companhia. In: _____. *Pareceres*. São Paulo: Singular, 2004, pp. 47-56.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara e RÊGO, Ricardo Bordeaux. *Anexo IV, investimento estrangeiro e mercado de capitais no Brasil*. Disponível em: <http://www.ricardobordeaux.com/downloads/artigo_ra_usp1997.pdf>. Acesso em 17 de junho de 2012.

LEVY, Maria Bárbara. *A Indústria do Rio de Janeiro através de suas sociedades anônimas*. Rio de Janeiro: UFRJ, 1994.

LEVY, Maria Bárbara. *História da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977.

LOPES, Manoel Octávio Penna Pereira. Mudança de geração. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 113-118.

LOPES, Mauro Brandão. O bônus de subscrição e a opção de compra de ações. In: _____. *S.A.: títulos e contratos novos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978, pp. 77-92.

MAGLIANO FILHO, Raymundo. Ouvido atento aos pregões. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 45-49.

MAIA, Geraldo Villar Sampaio. Reestruturação Bancária no Brasil: O Caso do PROER. In: BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, n. 38, jun. 2003, pp.1-13. Disponível em: <<http://www.bcb.com.br>>. Acesso em 27 de janeiro de 2013.

MATTOS, Adriana. Correção: Pão de Açúcar corta despesas dos Diniz e Klein. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 8 de fevereiro de 2013.

MAYSON, Stephen; FRENCH, Derek; RYAN, Christopher. *Company Law*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

MERTON, Robert C. Theory of rational option pricing. In: *The Bell Journal of Economics and Management Science*, v. 4, n. 1, Spring 1973, pp. 141-183.

MIFANO, Gilberto. Enxergar e fazer. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 183-190.

MIRRLEES, James A. The Optimal Structure of Incentives and Authority Within an Organization. In: *Bell Journal of Economics*, v. 7, n. 1, Mar-May 1976, pp. 105-131.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do direitos societário brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e difuso. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e ARAGÃO, Leandro Santos de. *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 119-157.

MURPHY, Kevin S. *Executive Compensation*. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=163914>>. Acesso em 12 de fevereiro de 2013.

MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009.

NABUCO, Fernando. Turma inquieta. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 152-155.

NETTO, Antônio Delfim. A bolha visível, mas ignorada. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 70-72.

OXELHEIM, Lars; WIHLBORG, Clas; e ZHANG, Jianhua. How to avoid compensating the CEO for luck: the case of macroeconomic fluctuations. In: THOMAS, Randall S. e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 159-183.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Duas leis e muita inovação. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, p. 27-31.

PINTO, Marcos Barbosa e LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Dispersão e remuneração dos administradores*. Rio de Janeiro: UFRJ/COPPEAD, 2012.

PIRENNE, Henri. *História Econômica e Social da Idade Média*. São Paulo: Mestre Jou, 1978.

PONTES, Aloysio Lopes. *Sociedades anônimas*, v. 2. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução do Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; e AZEVEDO, Luís André N. de Moura. *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 375-410.

PRYOR, John H. The Origins of the Commenda Contract. In: *Speculum*, v. 52, n. 1, Jan. 1977, pp. 5-37.

RAGAZZI, Ana Paula e BRUNO, Luciana. Nova diretoria da CVM vê mais debates societários. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013.

REZENDE, César Vieira de. Participação dos administradores nos lucros e dividendos obrigatórios. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, Ano XVI, Nova Série, n. 27, 1977, pp. 27-34.

RIZKALLAH, Alfredo. Engenharias tecnológicas. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 82-88.

ROBINS, Nick. *The Corporation that Changed the World: How the East India Company Shaped the Modern Multinational*. London: Pluto, 2006.

ROCCA, Carlos Antônio. Agora sim, tudo mudou. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 178-182.

ROE, Mark J. Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control. In: *Stanford Law Review*, v. 53, n. 3, Dec. 2000, pp. 539-606.

ROE, Mark J. The Political Roots of American Corporate Finance. In: *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 9, n. 4, Winter 1997, pp. 8-22.

ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. § 337 — Opção de Compra. In: LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das Companhias*, v. 1. Rio de Janeiro: 2009, pp. 1.392-1.395.

ROSS, Stephen. The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. In: *American Economy Review*, v. 63, n. 2, May 1973, pp. 134-139.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Alienação de Controle: o Vaivém da Disciplina e seus Problemas. In: _____. *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2006, pp. 128-152.

SALVIANO JÚNIOR, Cleofas. *Bancos Estaduais: dos problemas crônicos ao PROES*. Brasília: Banco Central, 2004.

SANTANA, Maria Helena. The Novo Mercado. In: SANTANA, Maria Helena; ARARAT, Melsa; ALEXANDRU, Petra; e YURTOGLU, B. Burcin. *Novo Mercado and Its Followers: Case Studies in Corporate Governance Reform*. The International Finance Corporation: [s.l.], 2008.

SCHINCARIOL, Juliana. Corporations no Brasil tendem a crescer nos próximos anos. *Exame.com*. Disponível em: <<http://www.exame.abril.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013.

SCHULZE, William S.; LUBATKIN, Michael H.; DINO, Richard N.; e BUCHHOLTZ, Ann K. Agency Relationships in Family Firms: Theory and Evidence. In: *Organizational Science*, v. 12, n. 2, Mar.-Apr. 2001.

SCIALOJA, Vittorio. *Corso di istituzioni di diritto romano*. Roma: Bodoni di G. Bolognesi, 1912.

SHEEHAN, Kym. Say on pay and the outrage constraint. In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 255-283.

SHIGUEMATSU, Plínio. O curioso caso do executivo que valia US\$ 1. In: *Valor Econômico*, São Paulo, 2 a 4 de agosto de 2013. Legislação e Tributos, p. E2.

SIFFERT FILHO, Nelson. *Governança corporativa: padrões internacionais e evidências empíricas no Brasil nos anos 90*. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br>>. Acesso em 13 de janeiro de 2012.

SILVA, André Carvalhal da and LEAL, Ricardo P.C. *Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil*. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=477302>>. Acesso em 6 de outubro de 2012.

SPINELLI, Nelson Bizzacchi. Sintonia com a modernidade. In: BARCELLOS, Marta. *Histórias do mercado de capitais no Brasil: depoimentos inéditos de personalidades que marcaram a trajetória das bolsas de valores do país*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. Entrevista concedida a Marta Barcellos, pp. 50-54.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979.

THE COMMITTEE ON THE FINANCIAL ASPECTS OF CORPORATE GOVERNANCE. *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (a.k.a. Cadbury Report)*. London: Gee, 1992. Disponível em: <<http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf>>. Acesso em 9 de maio de 2011.

THOMPSON, Steve. Executive pay and corporate governance reform in the UK: what has been achieved? In: THOMAS, Randall S.; e HILL, Jennifer G. *Research Handbook on Executive Pay*. Cheltenham: Edward Elgar, 2012, pp. 58-73.

TORRES, Fernando. Corporation facilita expansão, não sucesso. *Valor Econômico*. Disponível em: <<http://www.valor.com.br>>. Acesso em 3 de fevereiro de 2013.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*, v. 2., Rio de Janeiro: Forense, 1999.

VERHULST, Adriaan. Economic Organisation. In: McKITTERICK, Rosamond (ed.). *The New Cambridge Medieval History*, v. II c. 700 — c. 900. Cambridge: Cambridge University Press, 2008, pp. 481-509.

VIANNA, Sérgio Besserman. Duas tentativas de estabilização: 1951-1954. In: ABREU, Marcelo de Paiva (org.). *A ordem do progresso: cem anos de política econômica republicana, 1989-1989*. Rio de Janeiro: Elsevier, 1990, p. 123-150.

VIDOTTO, Carlos Augusto. *O PROER no centro da reestruturação bancária brasileira dos anos noventa*. Disponível em: <<http://www.uff.br>>. Acesso em 27 de janeiro de 2013.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*, v. II. Milano: Dottor Francesco Vallardi, 1935.

FONTES

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo n.. RJ2010/2639*. Colegiado. Rel. Superintendência de Relações com Empresas. Julgado em 09.03.2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Dados utilizados no “Panorama do mercado secundário internacional de valores mobiliários”*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 19 de junho de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Distribuições Públicas — Equity — Ações*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 8 de julho de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 10, de 14 de fevereiro de 1980*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 18 de março de 2013.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 481, de 17 de dezembro de 2009*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 15 de julho de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM n. 323, de 19 de janeiro de 2000*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 27 de agosto de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *MEMO/CVM/SEP/GEA-3/N. 80/02*. Net Serviços de Comunicação S.A. Colegiado. Rel. Superintendência de Relações com Empresas. Julgado em 29 de julho de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Parecer/CVM/SJU/Nº 008/80*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 8 de setembro de 2012.

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Proc. RJ99/2806 — Reg. 2475/99. COPENE — Petroquímica do Nordeste S.A. Colegiado. Rel. Jouberto Rovai. Julgado em 1º de dezembro de 2000.*

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2001/8489. Rel. Marcelo F. Trindade. Colegiado. Julgado em 3 de janeiro de 2002.*

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo Administrativo RJ2009/11977. Relator Diretor Eli Loria. Julgado em 10 de agosto de 2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 7 de dezembro de 2012.*

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Processo de Termo de Compromisso CVM n. RJ2009/10254. Julgado em 2 de fevereiro de 2010.*

BRASIL. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Relatório de Análise/CVM/SEP/GEA-3/Nº 26/10. Rel. Marco Antônio Papera Monteiro. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012.*

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. *Resolução n. 1.832, de 28 de maio de 1991. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 17 de junho de 2012.*

BRASIL. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. *Resolução n. 1.927, de 18 de maio de 2002. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em 27 de junho de 2012.*

BRASIL. *Decreto n. 164, de 17 de janeiro de 1890. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.*

BRASIL. *Decreto n. 2.733, de 23 de janeiro de 1861. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.*

BRASIL. *Decreto n. 21.536, de 15 de junho de 1932. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.*

BRASIL. *Decreto n. 3.403, de 24 de novembro de 1888. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.*

BRASIL. *Decreto n. 354, de 16 de dezembro de 1895*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Decreto n. 434, de 4 de julho de 1891*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Decreto n. 575, de 10 de janeiro de 1849*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Decreto-Lei n. 157, de 10 de fevereiro de 1967*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Decreto-Lei n. 2.627, de 26 de setembro de 1940*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. *Séries Históricas*. Disponível em: <<http://www.ibge.gov.br>>. Acesso em 17 de junho de 2012.

BRASIL. *Lei n. 1.083, de 22 de agosto de 1860*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 3.150, de 4 de novembro de 1882*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 556, de 25 de junho de 1850*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Disponível em: <<https://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 8.021, de 12 de abril de 1990*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. *Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997*. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>. Acesso em 24 de março de 2013.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em 25 de agosto de 2012.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Mensagem n. 203*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 16 de junho de 2012.

BRASIL. SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Medida Cautelar n. 17.350 — RJ (2010/0168534-8)*. Instituto Brasileiro dos Executivos de Finanças — IBEF Rio de Janeiro x Comissão de Valores Mobiliários — CVM. Rel. Castro Meira. Julgado em 7 de outubro de 2010.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação Cível n. 06.703-4/6*. Correio Popular S.A. x Carlos Roberto Pereira Garcia. 9ª Câmara de Direito Privado. Rel. Marcos César. Julgado em 22 de agosto de 2000.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação Cível n. 04.993-4/0*. José Geraldo Bretas Júnior x COSESP — Companhia de Seguros do Estado de São Paulo. 1ª Câmara “A” de Direito Privado. Rel. Sousa Lima. Julgado em 26 de junho de 2007.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. *Apelação com revisão n. 250.320-4/1-00*. Moinho Água Branca x Kim Wang. 6ª Câmara de Direito Privado. Rel. Vito Guglielmi. Julgado em 20 de abril de 2006.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Apelação Cível n. 70016060584*. Netpar Participações Ltda x Mercador S.A. e Katalyx Inc. 12ª Câmara Cível. Rel. Dálvio Leite Dias Teixeira. Julgado em 22 de março de 2007.

BRASIL. TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL. *Apelação cível n. 70062126*. Santa Helena Máquinas Agrícolas S.A. x Vicente Borini. 20ª Câmara Cível. Rel. Carlos Cini Marchionatti. Julgado em 8 de outubro de 2003.

BRASIL. TRIBUNAL SUPERIOR DO TRABALHO. *Resolução n. 185/2012*. Disponível em: <<http://www.tst.jus.br>>. Acesso em 4 de dezembro de 2012.

BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND. *Mitbestimmungsgesetz vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153), das zuletzt durch Artikel 2 Absatz 133 des Gesetz vom 22. Dezember 2011 (BGBl. I S. 3044) geändert worden ist*. Disponível em: <www.gesetze-im-internet.de>. Acesso em 11 de janeiro de 2013.

ECONOMÁTICA

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. *Formulário de Referência 2012*, versão 11.

LEXIS NEXIS

PROCESSO N. 2010.51.01.002888-5, 5ª Vara Federal da Subseção Judiciária do Rio de Janeiro, RJ.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. *11 & 12 Geo. 6. Chapter 38 (Companies Act 1948)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1985 *Chapter 6 (Companies Act 1985)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 1986 *Chapter 46 (Company Directors Disqualification Act 1986)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 9 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2002 *No. 1986 (Directors' Remuneration Report Regulation 2002)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 11 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2006 *Chapter 46 (Companies Act 2006)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. 2008 *No. 3229 (The Companies (Model Articles) Regulations 2008)*. Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 8 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. BOARD OF TRADE. *Report of the Company Law Committee*. London: [s.n.], 1962. Disponível em <http://www.takeovers.gov.au/content/Resources/other_resources/downloads/jenkins_committee.pdf>. Acesso em 19 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Mallone v BPB Industries plc, [2002] EWCA Civ 126*.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Re Saul D Harrison & Sons plc, [1995] 1 BCLC 14*.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL (CIVIL DIVISION). *Wright and another v Atlas Wright (Europe) Ltd, [1999] 2 BCLC 301*.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Craven-Ellis v Canons Ltd*, [1936] 2 All ER 1066.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Hutton v West Cork Railway Company*, [1883 H. 918.].

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *In re Horsley & Weight Ltd*, [1982] Ch 442.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Read v Astoria Garage (Streatham) Ltd*, [1952] Ch 637.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. COURT OF APPEAL. *Shuttleworth v Cox Bros & Co (Maidenhead) Ltd, and others*, [1926] All ER Rep 498.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *BIS — The Future of Narrative Reporting: a Consultation*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Directors' Pay: guide to government reform*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive Pay: Shareholder voting rights consultation*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration discussion paper: summary of responses*. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Executive remuneration*: discussion paper. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 5 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Improved Transparency of Executive Remuneration reporting*: Impact Assessment. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *Shareholder votes on directors' remuneration*: Impact Assessment. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. DEPARTMENT FOR BUSINESS INNOVATION & SKILLS. *The Future of Narrative Reporting*: Consulting on a new reporting framework. Disponível em: <<http://www.bis.gov.uk>>. Acesso em 6 de novembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re a company (No 004415 of 1996)*, [1996] 1 BCLC 479.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re Astec (BSR) plc*, [1998] 2 BCLC 556.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Re BSB Holdings Ltd (No 2)*, [1996] 1 BCLC 155.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION, COMPANIES COURT). *Secretary of State for Trade and Industry v. Van Hengel and others*, [1995] 1 BCLC 545.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Irvine and others v Irvine and another (No 1)*, [2006] EWHC 406 (Ch).

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Blue Arrow plc*, [1987] BCLC 585.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Halt Garage (1964) Ltd*, [1982] 3 All ER 1016.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Keypak Homecare Ltd*, [1990] BCLC 440.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Re Lee, Behrens & Co, Ltd*, [1932] All ER Rep 889.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HIGH COURT OF JUSTICE (CHANCERY DIVISION). *Sam Weller & Sons*, [1990] Ch 682.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF COMMONS. *Daily Hansard — Debate, 23 Jan 2012*. Disponível em: <<http://www.publications.parliament.uk>>. Acesso em 15 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Ebrahimi v Westbourne Galleries Ltd and others*, [1973] AC 360.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Guinness plc v Saunders and another*, [1990] 1 All ER 652.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *O'Neill and another v Phillips and others*, [1999] 2 BCLC 1.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. HOUSE OF LORDS. *Southern Foundries (1926) Ltd and Federated Foundries Ltd v Shirlaw*, [1940] 2 All ER 445.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. MANCHESTER ASSIZES. *Shindler v Northern Raincoat Co., Ltd.*, [1960] 2 All ER 239.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. SECRETARY OF STATE. 2008 No. 409 (*Small Companies and Groups (Accounts and Directors' Reports) Regulations 2008*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012.

UNITED KINGDOM OF GREAT BRITAIN AND NORTHERN IRELAND. SECRETARY OF STATE. 2008 No. 410 (*Large and Medium-sized Companies and Groups (Accounts and Reports) Regulations 2008*). Disponível em: <<http://www.legislation.gov.uk>>. Acesso em 3 de dezembro de 2012.

<http://www.bmfbovespa.com.br>

<http://www.data.worldbank.org>

<http://www.legalabbrevs.cardiff.ac.uk>

<http://www.portaldoinvestidor.gov.br>

<http://www.sec.gov>