

# Cinco mitos sobre a história das sociedades anônimas no Brasil

Mariana Pargendler

Professora da Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas (Direito GV).  
Doutora em Direito pela Universidade de Yale e pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

*“Who controls the past controls the future: who controls the present controls the past.” (George Orwell, 1984)*

## I. Introdução

Vive-se hoje em um período de renascimento do Direito societário no Brasil. Com a expansão de nosso mercado de capitais e a crescente importância do País na ordem econômica internacional, é quase irresistível a tendência de olhar para o futuro em busca de novas soluções jurídicas para uma realidade econômica em profunda transformação. Porém, nesta homenagem ao Professor Modesto Carvalhosa – inquestionavelmente um dos maiores juristas em Direito societário de nossa história – proponho, na contramão do fluxo, um resgate às origens das sociedades anônimas no Brasil.

Conquanto os seus antecedentes históricos remontem às companhias coloniais do século XVII ou, para alguns, a certos institutos do Direito romano,<sup>1</sup> foi somente no século XIX que a sociedade anônima se disseminou nos mais diversos países do mundo como verdadeira “máquina jurídica”<sup>2</sup> a serviço do capitalismo moderno. Entretanto, as narrativas correntes sobre as origens das sociedades anônimas no Brasil oitocentista são permeadas por mitos das mais diversas estirpes. Em alguns casos, temos simplesmente generalizações desmesuradas. Em outros, são verdadeiras “tradições inventadas,”<sup>3</sup> nas quais se utilizam argumentos pretensamente históricos como instrumento de legitimação das instituições atuais. Em todos, observa-se a tendência quase inexorável em ler o passado com as lentes do presente. De qualquer forma, cumpre identificar os mitos e resgatar os fatos. Afinal, como reza o ditado, “aqueles que perderam a memória não sabem mais quem são.”<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Para uma descrição do mecanismo da administração de negócios por escravos, por meio do *peculium*, e da *societas publicanorum*, como os equivalentes mais próximos da sociedade anônima no Direito romano, cf. HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; SQUIRE, Richard. Law and the Rise of the Firm, *Harvard Law Review*, vol. 119, n. 5, p. 1333-1403, Mar./2006.

<sup>2</sup> RIPERT, Georges. *Aspects juridiques du capitalisme moderne*. Paris: Librairie générale de droit et de jurisprudence, 1946, p. 106 (referindo-se à sociedade anônima como “une machine juridique aussi utile que celles que l’industrie utilise”).

<sup>3</sup> Veja-se, sobre tradições inventadas, HOBBSAWM, Eric; RANGER, Terence. Introduction: Inventing Traditions. In: *The Invention of Tradition*. New York: Cambridge University Press, 1983, p. 1 (“[i]nsofar as there is such reference to a historic past, the peculiarity of 'invented traditions' is that the continuity with it is largely factitious”).

<sup>4</sup> GLENN, H. Patrick. *Legal traditions of the world: Sustainable diversity in law*. 4<sup>th</sup> ed. New York: Oxford University Press, 2010, p.35 (“it is memory which is constitutive of identity”).

## II. Os mitos

### 1. *O direito societário oitocentista era uma cópia do modelo francês*

O primeiro mito toca às origens do Direito societário brasileiro no século XIX. Mais precisamente, consiste em meia-verdade que, após anos de hipérbole, foi mistificada como verdade absoluta, a qual hoje perpassa tanto a obra de grandes juristas nacionais como a mais festejada literatura internacional em matéria de Direito e Finanças. Trata-se da ideia de que o Direito societário oitocentista, de um modo geral, e o regime jurídico das sociedades anônimas, em particular, foram introduzidos em nosso ordenamento por meio de uma cópia cega e automática das instituições do Direito comercial francês.<sup>5</sup> Como resultado, o Direito comercial francês é ora enaltecido por sua suma influência, ora denegrido pelos resultados aparentemente pífios obtidos com sua implantação em outros solos.

Aduz-se, em favor da tese aqui questionada, que “[o] O Código [Comercial de 1850] dedicou à matéria apenas cinco artigos (295 a 299), a exemplo do que fizera o Código Comercial da França.”<sup>6</sup> Para além da simples constatação de que o *Code de commerce* dedicou onze dispositivos às suas *sociétés anonymes*, sendo que nenhum dos quais foi literalmente reproduzido em nosso diploma,<sup>7</sup> as diferenças entre o Direito societário brasileiro e o francês da época revelavam-se bem mais profundas. O legislador oitocentista não somente recorreu às mais diversas fontes de modelos jurídicos – as quais, para além da França, incluíam também Portugal, Espanha, Bélgica e, sobretudo, Inglaterra – como também adaptou e deturpou as instituições estrangeiras de modo significativo ao incorporá-las ao contexto brasileiro da época.<sup>8</sup>

Com efeito, tanto os observadores oitocentistas como os nossos antigos comercialistas celebravam a diversidade de modelos e a originalidade do resultado da codificação brasileira. Em parecer dirigido ao Parlamento nacional em 11 de outubro de 1835, a comissão encarregada de redigir o projeto de codificação consignava que “o Código do Comércio do Brasil, emendado como agora se acha, nada tem a invejar a legislação da França, da Inglaterra, de Portugal e da Espanha; ele apresenta, em um todo sistemático, o que há de melhor nesses códigos, modificadas as suas doutrinas, segundo os escritos dos escritores mais entendidos nessas matérias, e adaptadas às circunstâncias do Brasil.”<sup>9</sup> Afirma Spencer Vampré que, embora não tenha sido o primeiro promulgado no Novo Mundo, o Código Comercial brasileiro “foi, sem dúvida, o primeiro código mercantil original que se publicou em terras americanas,” tendo “por fontes próximas o Código Comercial Francês, o Espanhol de 1829, o Português de 1833 e o Holandês de 1838.”<sup>10</sup>

Ainda mais notáveis que a diversidade de fontes alienígenas foram as adaptações locais a estas. Por exemplo, a terra da *égalité* desconhecia a escravidão, o que não impediu que o famigerado instituto fosse expressamente contemplado por nosso Código Comercial. Seu artigo 273 previa que “não podem (...) dar-se em penhor comercial escravos, nem semoventes.” A influência da economia escravocrata não se restringia ao Código, mas ao invés permeava os

---

<sup>5</sup> Veja-se, e.g., LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992; LA PORTA, Rafael et al. Law and Finance, *Journal of Political Economy*, vol. 106 n. 6, p. 1113-1155, Dec. 1998 (sustentam que o direito comercial dos países latino-americanos foi cegamente copiado e importado da França); BERKOWITZ, Daniel Berkowitz; PISTOR, Katharina Pistor; RICHARD, Jean-Francois. The Transplant Effect, 51 *American Journal of Comparative Law*, vol. 51, n.1, p. 163-204 (referem-se ao Brasil como um país que transplantou o Código Comercial francês sem adaptá-lo às peculiaridades locais).

<sup>6</sup> LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.*, op. cit., p. 115.

<sup>7</sup> Cf. os Arts. 19, 29-37 e 40 do *Code de commerce* e os Arts. 295-99 do Código Comercial de 1850.

<sup>8</sup> Para uma versão compreensiva desta tese, veja-se PARGENDLER, Mariana. *The Global Evolution of Corporate Law: Lessons from Brazil* (Tese de Doutorado defendida perante a Yale Law School e a Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul em maio de 2011).

<sup>9</sup> VAMPRÉ, Spencer. *Tratado Elementar de Direito Comercial* (vol. 1). Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia., 1922, p. 34.

<sup>10</sup> *Id.*

mais diversos aspectos da prática societária oitocentista. Na Companhia de Mineração de Cuyabá, instituída por carta régia em 1817, o capital social devia ser integralizado em uma combinação de moeda e escravos.<sup>11</sup> Expandiam-se, também, as sociedades anônimas que tinham por objeto oferecer seguro de vida de escravos, como a Companhia de Seguros contra a Mortalidade de Escravos Previdência<sup>12</sup> e a Companhia de Seguros Mútuos sobre a Vida de Escravos (União).<sup>13</sup>

Os transplantes seletivos de institutos estrangeiros foram uma marca do Direito societário oitocentista. Não obstante as semelhanças existentes entre o Direito das sociedades anônimas do Brasil e da França à época, as diferenças práticas eram de ainda maior monta do que uma leitura superficial do texto legislativo faria supor. Isso porque, embora tanto a França como o Brasil sujeitassem as sociedades anônimas a um complexo e moroso processo de autorização governamental, aquela contava com um substituto funcional à sociedade anônima: a comandita por ações.<sup>14</sup>

Até 1882, porém, a adoção da comandita por ações foi duplamente rejeitada no Direito nacional, tanto por ocasião da redação do Código Comercial,<sup>15</sup> como quando da ulterior interpretação deste pelo Conselho de Estado.<sup>16</sup> Ninguém menos que Irineu Evangelista de Souza, Barão e Visconde de Mauá, o maior empreendedor brasileiro nos oitocentos, tentou valer-se do silêncio do Código Comercial e empregar o expediente francês da comandita por ações para evitar os entraves existentes ao estabelecimento de sociedades anônimas. No entanto, o tiro saiu pela culatra. Em resposta à criação, por parte de Mauá, da sociedade bancária em comandita por ações Mauá, MacGregor & Cia., foi editado o Decreto 1.487 de 1854, o qual declarou a ilegalidade da divisão do capital de comandita em ações e ordenou a dissolução retroativa de tais sociedades então existentes. Em sua autobiografia, Mauá atribui ao Decreto a maior parcela de culpa pelo posterior insucesso do banco.<sup>17</sup>

Proficientes tanto em língua inglesa como francesa,<sup>18</sup> os legisladores oitocentistas consultavam as mais variadas fontes estrangeiras no esforço de arquitetar o regime jurídico

---

<sup>11</sup> Carta Régia de 16 de janeiro de 1817.

<sup>12</sup> Decreto 1.415 de 1854.

<sup>13</sup> Decreto 6.058 de 1875.

<sup>14</sup> Veja-se, e.g., COQUELIN, Ch. Des sociétés commerciales en France et en Angleterre, *Revue des Deux Mondes, Tome Troisième*, Paris, 1843 (“Supprimez en France la commandite par actions, que restera-t-il de l’association en grand ? Rien, qu’un petit nombre de sociétés anonymes dont la propagation est necessairement bornée, comme on l’a vus, par les conditions rigoureuses de leur formation”); GUINNANE, Timothy et al. Putting the Corporation in Its Place, *Enterprise & Society*, n. 8, vol. 3, p. 687-729, 2007 (sustentam que, antes de 1857, a popularidade da forma de comandita por ações na França era tanta que efetivamente supria a demanda pela liberdade de constituição de sociedades anônimas).

<sup>15</sup> Cf. Resolução de 13 de Dezembro de 1854. In: CAROATÁ, José Próspero Jeová da Silva (Org.). *Imperiaes Resoluções Tomadas sobre Consultas da Secção de Justiça do Conselho de Estado* (I Parte). Rio de Janeiro: B. L. Garnier, 1884, p. 523 (“está ainda fresco na lembrança dos que tomaram parte na discussão do dito Código, o fato de haver sido oferecida, e pensadamente rejeitada, uma disposição tirada do Código comercial francês, que dava às Sociedades em comandita a faculdade, pretendida agora, de dividir seus fundos em ações”).

<sup>16</sup> A comandita por ações somente foi admitida em nosso Direito com a promulgação da Lei 3.150 de 1882, a qual, simultaneamente, tornou esse tipo societário pouco atraente em razão da liberalização do regime de constituição das sociedades anônimas.

<sup>17</sup> MAUÁ, Irineu Evangelista de Souza, Visconde de. *Autobiografia: Exposição aos credores e ao público*. Rio de Janeiro: Z. Valverde, 1942, p. 287 (“A causa *primordial*, embora remota, do desastre foi sem duvida a intervenção indébita do poder executivo na organização da sociedade bancária, fazendo baixar um decreto, a que deu *efeito retroativo*, que anulou o registro da sociedade, obrigando-a a constituir-se de um modo diverso do que fora por mim contemplado, impedindo-me o fato de provar aos meios de sua maior segurança e garantias no futuro”).

<sup>18</sup> Durante boa parte do século XIX, exigia-se proficiência em inglês e francês como requisito do curso de Direito. Foi somente em 1891 que foi concedida aos acadêmicos a possibilidade de escolha entre o inglês e o alemão, além da língua francesa, como línguas estrangeiras básicas. Cf. VENÂNCIO FILHO,

nacional.<sup>19</sup> Não obstante o déficit tecnológico comparativamente aos tempos atuais, as ideias viajavam com rapidez surpreendente durante o período reconhecido como a “primeira globalização”,<sup>20</sup> sendo os novos diplomas estrangeiros discutidos em nosso Parlamento pouco tempo após a sua adoção no exterior. Ainda assim, optaram nossos legisladores por adotar um regime jurídico mais restritivo à associação comercial e ao desenvolvimento financeiro do que qualquer dos modelos estrangeiros considerados de forma isolada. A resultante atrofia financeira e a escassez de capitais a embarçar o desenvolvimento não foram o resultado de transplantes jurídicos impensados que, em última análise, não se adaptaram em solo estrangeiro. Do contrário, foram escolhas políticas articuladas por aqueles que se beneficiavam com as barreiras à entrada na indústria e no comércio então vigentes.

## **2. No século XIX, vigorava o *laissez-faire* em matéria de governança das sociedades anônimas**

Nada poderia estar mais distante da realidade do que supor que era ampla a autonomia privada para a constituição e configuração da estrutura interna das sociedades anônimas no século XIX. Se é bem verdade que os oitocentos caracterizaram, em termos gerais, o apogeu do ideário liberal e do paradigma de Estado não-intervencionista nas relações privadas, também é certo que o dirigismo governamental jamais foi tão intenso em matéria societária. Sobre a intensa intervenção estatal no período, Raymundo Faoro anota que “[a] intervenção do governo não se circunscreve às finanças e ao crédito,” mas “[a]o contrário, desse centro ela se irradia sobre todas as atividades, comerciais, industriais e de melhoramentos públicos.”<sup>21</sup>

Em primeiro lugar, no Brasil, como em outros países, a constituição de sociedade anônima durante boa parte dos oitocentos exigia autorização governamental específica. No caso brasileiro, os pedidos de autorização para a formação de companhias eram apreciados pelo Conselho de Estado, que tinha discricionariedade para aprová-los ou não segundo seu melhor juízo. Já em 1857, o legendário senador Pimenta Bueno enfatizava os óbices impostos por este sistema e seus efeitos deletérios para o desenvolvimento nacional em seu clássico *Direito Público e Constituição do Império*:

“Embora uma empresa ou sociedade projetada em nada contrarie a lei e a boa fé comercial, embora tenha todas as probabilidades de ser bem sucedida, embora as pessoas dos empresários e subscritores ministrem todas as garantias desejáveis, embora sejam satisfeitas todas as condições do decreto de 10 de janeiro de 1849, basta que o ministério julgue que a proteção prejudica os interesses da indústria em geral, ou algum interesse do tesouro, que promove a agiotagem, ou que encerra outro qualquer inconveniente para impor o seu veto. Ora isto não é sujeitar ilimitadamente toda a indústria nacional e com ela o direito natural de associação, a liberdade de contratar e de dispor de sua inteligência, trabalho e capitais, ao arbítrio discricionário do ministério? Se isto

---

Alberto. *Das Arcadas ao Bacharelismo: 50 Anos de Ensino Jurídico no Brasil*. São Paulo: Editora Perspectiva, 1977, p. 50.

<sup>19</sup> Veja-se, nesse sentido, LOPES, José Reinaldo de Lima. *O Oráculo de Delfos: O Conselho de Estado no Brasil-Império*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 347 (ressaltando a confluência de elementos da tradição romanista, inglesa e norte-americana no Direito brasileiro do século XIX).

<sup>20</sup> Harold James sustenta que a primeira globalização do século XIX foi tão ou mais intensa que aquela iniciada nas últimas décadas do século XX. Cf. JAMES, Harold. *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*. Cambridge: Harvard University Press, 2001, p. 10-13 (“[f]or most countries, despite all the intervening improvements in the means of transportation, the levels of trade of the prewar world were not reached again until the 1980s”).

<sup>21</sup> FAORO, Raymundo. *Os Donos do Poder: Formação do patronato político brasileiro*. 3ª ed. São Paulo: Globo, 2001, p. 496.

não é subordinar-lhe todo o desenvolvimento da atividade nacional, então não sabemos o que seja.

A sociedade anônima é sobre todas o objeto da desconfiança e dificuldades administrativas. Ainda quando se obtenha a autorização, tem-se de sofrer antes um processo longo e humilhante pela dependência ministerial, que é fatigante e quase fabulosa, que gasta meses e até anos, que desconcerta todos os planos e causa perdas que podem ser consideráveis”.<sup>22</sup>

Os obstáculos políticos e administrativos à constituição de sociedades anônimas agravaram-se ainda mais com o advento da Lei 1.083 de 1860, não por acaso apelidada, primeiramente pela doutrina francesa e depois pela brasileira, de *loi d’entraves* ou “Lei dos Entraves.”<sup>23</sup> Como o próprio nome sugere, a Lei dos Entraves impunha impedimentos de toda ordem à formação de companhias em geral e, sobretudo, à constituição de sociedades anônimas bancárias. “O ato de 1860 seria um crime se não fosse uma lei”, clamava Tavares Bastos à época.<sup>24</sup> A legislação obteve o resultado almejado: a continuada atrofia do sistema financeiro, com prováveis consequências perniciosas para o desenvolvimento nacional.<sup>25</sup>

Porém, se a necessidade de autorização governamental específica para a constituição de sociedades anônimas até 1882 é amplamente reconhecida, o mesmo não se dá com relação à intervenção estatal na estrutura de governança interna das companhias autorizadas. Até mesmo a melhor doutrina supõe que era ampla a discricionariedade dos empresários para livremente pactuar as regras estatutárias aplicáveis às sociedades anônimas no período.<sup>26</sup> Contudo, não se pode deixar enganar pelo laconismo dos cinco artigos do Código Comercial sobre a matéria e concluir que, diante da ausência de ditames legais, estariam as partes livres para moldar a estrutura interna da sociedade de modo a melhor atender seus interesses. Embora o Código Comercial de 1850 e o Regulamento 535 de 1849 que o precedeu contivessem pouquíssimas regras cogentes sobre a governança interna das companhias, o tema não escapou ao crivo do Conselho de Estado que, a exemplo de seu homólogo francês,<sup>27</sup> utilizava seu poder de veto sobre a constituição de sociedades anônimas para fixar regras estatutárias de governança que lhe parecessem mais aprazíveis.

Para além da habitual exigência de um teto ao número de votos por acionista, a ser discutido em seguida, o Conselho de Estado impunha regras societárias das mais diversas. Ao apreciar o pedido de constituição do Banco da Bahia, o Conselho de Estado emendou o projeto de estatuto para, entre outras medidas, aumentar o valor por ação de 100 para 200 mil réis, a fim de afastar o “grave inconveniente de atrair e absorver as pequenas economias das classes mais

---

<sup>22</sup> PIMENTA BUENO, José Antonio Marquez de San Vicente. *Direito público brasileiro e análise da constituição do império*. Rio de Janeiro: Typ. de J. Villeneuve, 1857, p. 408.

<sup>23</sup> Ao que tudo indica, o autor francês foi o primeiro a cunhar a expressão, a qual rapidamente ganhou uso corrente no Brasil. GARNIER, M. Joseph. *Traité de finances*. Paris: Garnier Frères, 1862, p. 403.

<sup>24</sup> BASTOS, A. C. Tavares. 3ª ed. *Cartas do Solitário*. 3ª ed. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1938, p. 46.

<sup>25</sup> O subdesenvolvimento financeiro do Brasil-Império era notável. Antes de 1850, o Rio de Janeiro tinha uma população de 200.000 habitantes, mas apenas um banco com capital de 2.500 contos de réis. Já a cidade de Nova York, com aproximadamente 312.000 habitantes, contava com 24 bancos com um capital equivalente a 50.000 contos de réis. Veja-se PELAEZ, Carlos Manuel; SUZIGAN, Wilson. *História Monetária do Brasil*. Rio de Janeiro: IPEA/INPES, 1976, p. 59 (observam a dificuldade em obter-se progresso diante de um mercado financeiro e de capitais tão limitado).

<sup>26</sup> Cf. ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947. Segundo o eminente comercialista, não havia grande interesse em limitar a “amplíssima discricionariedade das partes do ato constitutivo”. *Id.*, p. 158-159.

<sup>27</sup> Para uma descrição do papel do Conselho do Estado francês na imposição de regras de governança e voto nas sociedades anônimas francesas, cf. LEFEBVRE-TEILLARD, Anne. *La société anonyme au XIXe siècle: Du Code de commerce à la loi de 1867 – Histoire d’un instrument juridique du développement capitaliste*. Paris: Presses Universitaires de France, 1985.

necessitadas, e de avezá-las também ao jogo a que dá lugar a compra e venda desses títulos.”<sup>28</sup> Poucas eram as áreas de governança que escapavam do controle de mérito por parte do Conselho de Estado. São várias as decisões que condicionavam a aprovação dos estatutos ao mínimo de ações exigido para a convocação de assembleia geral,<sup>29</sup> à redução da quantidade mínima de ações exigida como condição de elegibilidade para o cargo de diretor,<sup>30</sup> ou até mesmo à proibição de voto de acionistas por procuração,<sup>31</sup> entre tantas outras exigências.

### 3. *As sociedades anônimas brasileiras sempre tiveram controle concentrado e familiar*

Em 1987, o jurista Nelson Eizirik desvendou ao mundo jurídico brasileiro o “mito do controle gerencial.”<sup>32</sup> Após breve exposição da obra clássica de Berle & Means,<sup>33</sup> demonstrou Eizirik, com base em estudo empírico, “a total inaplicabilidade da tese da separação entre propriedade e controle à nossa realidade.”<sup>34</sup> Segundo o autor, “no caso das companhias brasileiras, é absolutamente incorreto cogitar-se da existência de ‘controle gerencial’.”<sup>35</sup> Com efeito, o seu levantamento revelou a inexistência de qualquer companhia aberta no Brasil cujo maior acionista detivesse menos do que 10% do capital votante.<sup>36</sup>

O inovador estudo empírico de Eizirik dizimou quaisquer dúvidas sobre a elevada concentração da propriedade empresarial no Brasil à época – fenômeno que perdura até o presente, em que pesem os recentes avanços quanto à dispersão acionária e o gradual surgimento de companhias brasileiras com capital pulverizado.<sup>37</sup> Nesse contexto, a concentração da propriedade acionária foi tomada como paradigma pela Lei 6.404 de 1976, que consagrou o “instituto do controlador da sociedade anônima, cuja função é nuclear, irradiando-se por todos os demais segmentos da Lei das Anônimas.”<sup>38</sup>

Nem sempre foi assim, contudo. Durante boa parte do século XIX, as sociedades anônimas no Brasil, de um modo geral, não apresentavam um acionista controlador definido – e, o que é ainda mais interessante, nem poderiam tê-lo. Sobretudo no período anterior à Lei 3.150 de 1882 – que aboliu o regime da autorização governamental,<sup>39</sup> assim libertando as sociedades

---

<sup>28</sup> Consulta de 3 de dezembro de 1857. In: Imperiais Resoluções do Conselho de Estado na Secção de Fazenda (vol. IV). Rio de Janeiro: Typographia Nacional, 1870.

<sup>29</sup> Ver, e.g., Decreto 6.837 de 1878 (Companhia de Seguros “Paraense”).

<sup>30</sup> Ver, e.g., Decreto 4.819 de 1871 (Banco Nacional).

<sup>31</sup> Ver, e.g., Decreto 6.022 de 1875 (Sociedade Anonyma – Associação Typographica Globo).

<sup>32</sup> EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XXVI, n. 66, Abr./Jun.1987, p. 103-106.

<sup>33</sup> BERLE, Adolf; MEANS, Gardiner. *Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.

<sup>34</sup> EIZIRIK, Nelson. O mito do controle gerencial, *op. cit.*, p. 104.

<sup>35</sup> *Id.*

<sup>36</sup> *Id.*

<sup>37</sup> Veja-se, nesse sentido, GORGA, Érica. Changing the Paradigm of Stock Ownership from Concentrated Towards Dispersed Ownership? Evidence from Brazil and Consequences for Emerging Countries, *Northwestern Journal of International Law and Business*, p. 439 et seq., 2008.

<sup>38</sup> CARVALHOSA, Modesto. A Dispersão Acionária e o Desaparecimento da Figura do Controlador. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 11.

<sup>39</sup> Por certo, como assinala Rubens Requião, “as três etapas históricas – *privilégio, autorização e liberdade* – não importaram, com o surgimento de um sistema, na extinção do sistema anterior. No regime atual da constituição livre das sociedades anônimas – e isso é palpável em nossa própria legislação –, a par da regra dominante, persistem ainda os regimes do privilégio e os da autorização.” As sociedades bancárias e estrangeiras, por exemplo, requerem autorização, ao passo que o regime privilégio ainda vigora para a constituição de sociedades de economia mista. REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial* (vol. II). 26<sup>a</sup> ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 6.

anônimas da “tutela do Governo”<sup>40</sup> – as cláusulas estatutárias exigidas pelo Conselho de Estado quanto ao mecanismo de voto acionário dificultavam e até mesmo impediam que as companhias oitocentistas tivessem um acionista controlador.

Desde o século XX, o Direito societário, aqui como alhures, adota como regra geral o sistema de voto proporcional à participação acionária na companhia: ou seja, “uma ação, um voto”. Admitem-se também certos desvios (ou, para muitos, distorções) do sistema de voto proporcional, consubstanciados seja em ações preferenciais sem direito a voto, amplamente utilizadas no Brasil,<sup>41</sup> seja em ações de classe especial com votos múltiplos, empregadas em outros países.<sup>42</sup> Ambos os mecanismos operam, via de regra, como sistemas de voto *progressivos*, permitindo aos maiores acionistas deter a maioria absoluta dos votos ainda que não possuam mais de 50% do capital.

Todavia, no século XIX, as sociedades anônimas no Brasil e no mundo frequentemente empregavam sistemas de voto *regressivos*, que limitavam o poder de voto dos grandes acionistas.<sup>43</sup> Esses sistemas assumiam seja a forma de um teto ao número máximo de votos por acionista (e.g., máximo de 10 votos por acionista), seja a forma de uma escala regressiva segundo a qual o número de votos aumentaria de forma não-proporcional ao número de ações (e.g., um voto por ação até cinco ações, um voto por dez ações até 100 ações, e um voto por 100 ações daí por diante). No Brasil, a esmagadora maioria dos estatutos das companhias estabelecidas entre 1850 e 1882 prescrevia limites máximos ao número de votos por acionista. Em levantamento inédito dos estatutos de 494 sociedades anônimas constituídas entre 1850 e 1882,<sup>44</sup> constatou-se que apenas 27 (ou 5,5%) do total de companhias conferiam direitos de voto de forma proporcional à participação acionária.<sup>45</sup> Quase 90% das companhias constituídas no

---

<sup>40</sup> VAMPRÉ, Spencer. *Tratado Elementar de Direito Comercial* (vol. I). Rio de Janeiro: F. Briguiet & Cia., p. 40.

<sup>41</sup> Nos anos 1990 e início dos anos 2000, o Brasil era o país no mundo com o maior número de companhias abertas que emitiam ações de duas espécies (ordinárias e preferenciais) e também o país onde se observava o maior grau de separação entre a alocação do direito de voto e a participação societária na companhia. Cf. CARVALHAL DA SILVA, Andre; SUBRAHMANYAM, Avanihar. *Dual-Class Premium, Corporate Governance and the Mandatory Bid Rule: Evidence from the Brazilian Stock Market*, *Journal of Corporate Finance*, n. 13, p. 4 (2007); Tatiana Nenova, *Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil*, 2001. Disponível em: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=294064](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=294064).

<sup>42</sup> Embora admita ações preferenciais sem direito a voto e a limitação ao número de votos por acionista, a Lei 6.404 de 1976 veda o voto plural (Art. 110, § 2º). É interessante notar a recente inversão nas tendências quanto ao regime de voto em Direito comparado. Durante boa parte do século XX, as companhias abertas nos Estados Unidos adotavam quase sempre o regime de “uma ação, um voto”, em razão dos padrões de listagem do New York Stock Exchange vigentes de 1926 a 1986. Mais recentemente, surgiram importantes companhias com votos múltiplos no mercado norte-americano, tendência notabilizada pelo caso da Google Inc., cujas ações de classe B detidas por seus fundadores conferem 10 vezes mais votos do que as ações de classe A transacionadas em bolsa. Na linha reversa seguem os países da União Europeia e o Brasil, os quais, habituados a desvios do padrão “uma ação, um voto”, agora se dirigem a adotá-lo, como mostra a reforma da lei alemã de 1998 e o “Novo Mercado” da BM&F Bovespa, que concentra expressiva maioria das aberturas de capital brasileiras nos últimos anos.

<sup>43</sup> Ver, e.g., Colleen A. Dunlavy, *Corporate Governance in Late 19th-Century Europe and the U.S.: The Case of Shareholder Voting Rights* (1998). In: HOPT, Klaus et al. (Org.). *Comparative Corporate Governance* (p. 5-39). Oxford: Clarendon Press.

<sup>44</sup> HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection?* (manuscrito não publicado, 2011).

<sup>45</sup> Ainda assim, não se verificava, via de regra, o padrão “uma ação, um voto”, mas mais precisamente o direito de um voto por um determinado grupo de ações. Ver-se, exemplificativamente, o Decreto 3.121 de 1863, que aprovou os estatutos do Banco de Santos (“Os votos dos acionistas na assembleia geral serão contados da maneira seguinte: por cinco ações um voto, por seis até dez dois votos, por onze a quinze três votos, e assim por diante contando-se sempre cinco ações por um voto”) e o Decreto 4.920 de 1872, o qual aprovou os estatutos da Companhia de Seguros Marítimos e Terrestres – Confiança (“Para as votações vigora sempre a maioria absoluta dos votos presentes, contando-se um voto por cada vinte ações”). Conforme ensina Modesto Carvalhosa, “o art. 141 do antigo decreto de 1891, ao vincular o

período impunham um limite máximo ao número de votos por acionista ou restringia até mesmo o número de ações que podiam ser detidas por uma única pessoa. Por exemplo, a Companhia de Iluminação a Gás, um dos empreendimentos liderados pelo Barão de Mauá, concedia um voto para cada cinco ações, sujeitos ao limite de 10 votos por acionista.<sup>46</sup> Já a Companhia de Seguros Contra Incêndios Interesse Público limitava em 20 o número de ações por acionista.<sup>47</sup>

No Brasil oitocentista, a adoção de limites aos direitos de voto dos acionistas não resultava exclusivamente da vontade das partes, mas também das preferências do governo. O Conselho de Estado frequentemente se recusava a aprovar estatutos que não previssessem um (baixo) limite ao número de votos dos acionistas, exigindo rotineiramente a inclusão de limite máximo ou a redução do teto originalmente estipulado como condição para a constituição da sociedade.<sup>48</sup> Ao examinar o pedido de alteração dos estatutos do Banco Comercial do Rio de Janeiro, no qual se pretendia atenuar o limite de 20 para 40 votos por acionista, o Conselho de Estado julgou “excessivo o máximo proposto, e desconforme ao estatuído na quase totalidade dos casos nos estatutos das associações da mesma natureza, e até nos de outras de menor monta,” tendo em vista os “inconvenientes que podem provir da grande preponderância nas eleições, e decisões muitas vezes da maior importância em favor de pequeno número de acionistas, e detrimento da maioria dos interessados, só porque estes, individualmente considerados, dispõem de menor quantidade de ações.”<sup>49</sup>

Com a liberalização do processo de constituição de sociedades anônimas inaugurado pela lei de 1882, a qual eliminou a necessidade de autorização governamental específica,<sup>50</sup> as limitações ao direito de voto dos acionistas gradualmente desapareceram da prática societária brasileira. Assim que se conferiu real possibilidade de escolha quanto ao mecanismo de voto a ser utilizado, a porcentagem de companhias que apresentam sistemas de voto regressivo declinou rapidamente. Com base em amostra de 71 sociedades anônimas constituídas no Estado de São Paulo entre 1882 e 1889, a fração das companhias que apresentam limitações de voto (embora sujeitas a tetos mais flexíveis de 50 ou 100 votos por acionista) caiu de 90% para 48%, ao passo que a adoção do sistema de voto proporcional subiu de 2,7% para mais de 42%.<sup>51</sup> Segundo o estudo de Aldo Musacchio, apenas 26% das sociedades anônimas brasileiras em 1909 apresentavam cláusulas estatutárias instituindo sistemas de voto regressivo.<sup>52</sup>

Diante da corriqueira inexistência de um acionista controlador definido entre as primeiras sociedades anônimas brasileiras, tampouco restava configurado o caráter nitidamente familiar que mais tarde se tornaria paradigmático do estilo de capitalismo nacional. Já em seu Anteprojeto de Lei de Sociedades Anônimas de 1939, que deu ensejo ao Decreto-Lei 2.627 de 1940, observava Miranda Valverde que “as grandes empresas nacionais, que se organizaram sob a forma anônima, começaram como sociedades de família,” sendo que “muitas das que hoje

---

direito de voto aos lotes possuídos, consagrava o domínio oligárquico da sociedade anônima, na qual somente os grandes detentores de capital podem votar. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008, p. 376.

<sup>46</sup> Decreto 1.179 de 1853.

<sup>47</sup> Decreto 1.151 de 1853.

<sup>48</sup> Cf., e.g., Decreto 4.819 de 1861 (diminuição de 200 para 15 o número de votos por acionistas do Banco Nacional); Decreto 6.839 de 1878 (alteração de cláusula que previa um voto por ação para incluir o limite de 10 votos por acionista da Companhia de Transportes a Vapor).

<sup>49</sup> Resolução de 30 de novembro de 1878. In: *Imperiais Resoluções da Seção de Fazenda do Conselho de Estado*, *op. cit.*, p. 235-6.

<sup>50</sup> A eliminação da necessidade de autorização governamental não foi absoluta, permanecendo com relação às associações ou corporações religiosas, os monte-pios, os montes de socorro ou de piedade, as sociedades de seguros mútuos e as sociedades anônimas que tivessem por objeto o comércio ou o fornecimento de alimentos, ao passo que a criação de bancos sujeitava-se à prévia autorização legislativa (Lei 3.150 de 1882, art. 1º).

<sup>51</sup> HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection?, *op. cit.*

<sup>52</sup> MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy: Corporate Governance and Financial Development in Brazil, 1882-1950*. New York: Cambridge University Press, 2009, p. 99.



existem estão impregnadas desse caráter.”<sup>53</sup> Todavia, se nos anos de 1930 e 1940 a sociedade anônima familiar era dominante, o mesmo não ocorria necessariamente no período anterior.

Durante boa parte do século XIX, “nenhum rapaz de boa família pensava em ser comerciante,” já que “era profissão inferior, só procurada por portugueses e nacionais analfabetos.”<sup>54</sup> O Visconde de Mauá, notável empreendedor e *self-made man* tupiniquim, era órfão de pai de origens humildes e, tendo falido ao final da vida, não deu continuidade ao seu império.<sup>55</sup> Mesmo com o gradual abandono das restrições ao direito de voto que dificultavam a concentração acionária, o controle familiar não foi imediatamente acolhido, mas, pelo contrário, visto com suspeição. Expressiva parcela das sociedades anônimas paulistas constituídas após 1882 continham cláusulas estatutárias que vedavam que parentes de até o segundo grau, sogros, genros e cunhados servissem simultaneamente como diretores de uma dada companhia.<sup>56</sup> Restrição semelhante subsiste em nosso ordenamento jurídico tão somente com relação aos membros do Conselho Fiscal.<sup>57</sup> Embora nem sempre presente durante os primórdios de nosso Direito societário, a sociedade anônima de caráter nitidamente familiar ao longo do tempo consagrou-se como forma típica de organização empresarial no Brasil.

#### **4. O Banco do Brasil de 1808 foi a primeira sociedade de economia mista brasileira**

É hoje inquestionável o papel central desempenhado pelo Estado-acionista no desenvolvimento do capitalismo brasileiro. Na década de 1970, as empresas estatais contabilizavam nada menos do que 11 das 20 maiores empresas no Brasil.<sup>58</sup> Em 1978, as sociedades de economia mista representavam notáveis 70% da capitalização do mercado brasileiro.<sup>59</sup> Ainda hoje, apesar da recente expansão do mercado de capitais do País como mecanismo viável de financiamento do setor privado, quase 30% da capitalização de mercado da BM&F Bovespa pode ser atribuída às sociedades de economia mista em que o Estado atua diretamente como acionista controlador.<sup>60</sup> Ao incluírem-se também as participações dos fundos de pensão públicos e do BNDES, a influência e ingerência do governo sobre o mercado de capitais revelam-se ainda mais significativas. Dentre as maiores empresas sob controle do governo, destaca-se o Banco do Brasil, o maior banco da América Latina em patrimônio e a maior empresa estatal listada no Novo Mercado da BM&F Bovespa.

Em face do predomínio das sociedades de economia no panorama nacional, é natural buscar raízes históricas profundas para o fenômeno. É corrente na melhor doutrina nacional a caracterização do Banco do Brasil de 1808 como a primeira sociedade de economia mista da história do País.<sup>61</sup> Contudo, embora quase universal, tal concepção é imprecisa e, em certa medida, também anacrônica.

---

<sup>53</sup> VALVERDE, Trajano de Miranda. Exposição de Motivos ao Anteprojeto de Lei de Sociedades Anônimas, 1939.

<sup>54</sup> FARIA, Alberto de. Mauá: Ireneu Evangelista de Souza, Barão e Visconde de Mauá 1813-1889. Rio de Janeiro: Paulo, Pongeti & Cia., 1926.

<sup>55</sup> Para uma excelente biografia, cf. CALDEIRA, Jorge. *Mauá: Empresário do Império*. 30ª ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1993, p. 281.

<sup>56</sup> Veja-se, exemplificativamente, os estatutos da Companhia Carris de Ferro de Santo Amaro de 1884, disponível no Arquivo Histórico do Estado de São Paulo.

<sup>57</sup> Por força do art. 162, § 2º, da Lei 6.404, os membros do Conselho Fiscal não podem ser cônjuges ou parentes de até terceiro grau de administradores da companhia.

<sup>58</sup> Dentre as demais, sete eram controladas por capital estrangeiro e apenas duas eram controladas por capital privado nacional. Cf. SIMONSEN, Mário Henrique. *A Nova Economia Brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1974, p. 205-6.

<sup>59</sup> Comissão de Valores Mobiliários, Valor de Mercado do Capital das Companhias Abertas Brasileiras, *Revista Brasileira do Mercado de Capitais*, n. 11, 1978, p. 289-91.

<sup>60</sup> Cálculo da autora com base em dados de abril de 2011.

<sup>61</sup> Veja-se, nesse sentido, VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por Ações* (vol. I). 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p. 43; FERREIRA, Waldemar. *A Sociedade de Economia Mista em seu Aspecto*

Até o Decreto-Lei 200 de 1967, inexistia no ordenamento nacional definição legal de sociedade de economia mista. Tanto é assim que até mesmo Pontes de Miranda afirmava que “o conceito de ‘sociedade de economia mista’ é de economia e finanças, não é propriamente conceito de direito.”<sup>62</sup> Para o autor, a sociedade de economia mista “alude à participação estatal na formação do capital, como sócio ou acionista, e como administrador, ou nomeante de administradores.”<sup>63</sup> Já o Decreto-Lei 200 definiu a sociedade de economia mista como “a entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para o exercício de atividade de natureza mercantil, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam, em sua maioria, à União ou à entidade da Administração Indireta.”

Quanto aos primeiros elementos da definição de sociedade de economia mista, o Banco do Brasil de 1808 foi, sem dúvida, uma sociedade anônima criada por “Alvará com força de lei.” Porém, a sua criação por ato do governo revela-se insuficiente para diferenciar o Banco das demais sociedades anônimas da época. No mesmo ano de 1808, foi estabelecida a Companhia de Seguro Boa-Fé, por decreto real.<sup>64</sup> Com efeito, até 1882, todas as sociedades anônimas constituídas no Brasil necessitavam de autorização governamental específica – e, no caso de bancos, de autorização legislativa –, tanto é que os estatutos das cerca de 500 companhias brasileiras constituídas neste interregno estão publicados nas Coleções de Leis do Brasil.

Mas é sobretudo no que tange à participação acionária que o primeiro Banco do Brasil mais nitidamente se distancia das sociedades de economia mista contemporâneas. À época de sua instauração em 1808, o Estado português não era acionista do Banco do Brasil, e muito menos detentor da maioria absoluta dos votos em assembleia geral. Inspirado no Banco da Inglaterra e no Banco da França, o Banco do Brasil foi instituído logo após a chegada da família real portuguesa ao Brasil, com o intuito declarado de emitir moeda e financiar as despesas do erário.<sup>65</sup> Tendo exaurido suas reservas financeiras com a transferência da corte portuguesa à colônia americana, a Coroa pretendia que o novo “Banco Público” fosse integralmente financiado por capital privado, o qual deteria o controle sobre a sua administração. Segundo o estatuto do Banco do Brasil, promulgado por alvará real, o príncipe-regente de Portugal indicaria a primeira administração, mas eleições subsequentes teriam lugar na assembleia geral, na qual participariam os 40 maiores acionistas portugueses, sujeitos ao limite de quatro votos cada.<sup>66</sup> Tem-se aí, portanto, uma primeira diferença fundamental relativamente à sociedade de economia mista, que tem como característica essencial o predomínio do Estado no financiamento e direção da empresa.

Não era singular a situação do Banco do Brasil como uma antiga sociedade anônima semi-pública na qual o governo exercia significativo controle não obstante seu modesto interesse como acionista. Da Companhia das Índias Orientais da Holanda às companhias pombalinas, Estados sem dinheiro valiam-se de sociedades anônimas privilegiadas para

---

*Contemporâneo*. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 90-91; PINTO JUNIOR, Mário Engler. *Empresa Estatal: Função Econômica e Dilemas Societários*. São Paulo: Atlas, 2010, p. 17.

<sup>62</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Parecer: Sociedades de Economia Mista – Autarquias – Fábrica Nacional de Motores – Emissão de Debêntures, *Revista de Direito Administrativo*, vol. 29, Jul.-Set. 1952, p. 454.

<sup>63</sup> *Id.*

<sup>64</sup> Decreto de 24 de fevereiro de 1808.

<sup>65</sup> O Alvará de 12 de outubro de 1808, que instituiu o Banco do Brasil, iniciava com os seguintes dizeres: “Eu o Príncipe Regente faço saber aos que este Alvará com força de lei virem, que, atendendo a não permitirem as atuais circunstâncias do Estado que o meu Real Erário possa realizar os fundos de que depende a manutenção da Monarquia e o bem comum dos meus fiéis vassallos...promova a indústria nacional pelo giro e combinação dos capitais isolados, e facilite juntamente os meios e os recursos, de que as minhas rendas reais e as públicas necessitam para ocorrer as despesas do Estado.”

<sup>66</sup> *Id.*, Arts. IX, X e XI.

desempenhar funções públicas. Em lugar da contribuição financeira, a contribuição estatal para o empreendimento tomava a forma de privilégios jurídicos e direitos de monopólio.<sup>67</sup>

É bem verdade, porém, que o plano que impulsionou a criação do Banco do Brasil de 1808 não saiu tal como originalmente contemplado. Para a surpresa da Coroa portuguesa, era escasso o interesse privado pelas ações do Banco do Brasil, o que deu lugar ao mais lento processo de subscrição pública da história do País. Tão rarefeitos eram os recursos públicos que o governo português optou por oferecer os mais diversos favores políticos – de títulos reais a promoções públicas – àqueles que se dispusessem a subscrever ações do Banco do Brasil.<sup>68</sup> O resultado foi, ainda assim, insatisfatório.

Em 1812, apenas 26 ações haviam sido subscritas. Foi então que o governo passou a integrar o rol de acionistas do Banco do Brasil. Dada a contínua dificuldade em atrair investimento, o Estado subscreveria ações com os recursos oriundos de novos impostos recém criados em benefício do banco. O governo português renunciou ao pagamento de dividendos pelos primeiros cinco anos, incrementando, assim, o retorno financeiro aos demais investidores.<sup>69</sup> A estratégia foi bem sucedida em atrair o interesse de acionistas privados. Em 1817, foi finalmente subscrito o capital mínimo de 1.200 réis, encerrando a primeira e mais protraída oferta pública da história do Brasil.<sup>70</sup>

Todavia, a participação do governo no capital social do primeiro Banco do Brasil era módica para padrões contemporâneos. O principal interesse estatal na instituição bancária dava-se como cliente e devedor, não como acionista.<sup>71</sup> Em 1821, o Tesouro, embora o maior acionista individual do banco, detinha somente 76 (ou 3,4%) do total de 2.235 ações.<sup>72</sup> O Estado era o controlador de fato, mas não de direito, até porque as normas estatutárias, bem ao estilo oitocentista, limitavam em quatro o número de votos por acionista independentemente de uma maior participação no capital social. Tratava-se, sem dúvida, de uma companhia incentivada e privilegiada pelo governo, não de uma sociedade de economia mista em sentido estrito. Em precária situação financeira desde o retorno da família real a Portugal em 1821, a qual levou consigo boa parte de suas reservas metálicas, o primeiro Banco do Brasil foi dissolvido após a expiração de seu prazo de existência de 20 anos em 1829.<sup>73</sup>

Criado para monopolizar a emissão de moeda, o segundo Banco do Brasil de 1853 não

---

<sup>67</sup> Ver, e.g., QUINN, Stephen. *Securitization of Sovereign Debt: Corporations as a Sovereign Debt Restructuring Mechanism in Britain, 1694 to 1750*, Mar./2008, disponível em <http://ssrn.com/abstract=991941> (descreve o famoso esquema do Banco da Inglaterra, cujas ações estavam nas mãos de investidores privados, ao passo que o Banco financiava a dívida da Grã-Bretanha); GELDERBLUM, Oscar et al. *Putting Le Maire into Perspective: Business Organization and the Evolution of Corporate Governance in the Dutch Republic, 1590-1610*. In: KOPPELL, Jonathan G.S. *The Origins of Shareholder Advocacy*. New York: Palgrave, 2011. RODRIGUES, Nuno Cunha. *“Golden-Shares”*: As empresas participadas e os privilégios do Estado enquanto accionista minoritário. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

<sup>68</sup> FRANCO, Afonso Arinos de Melo. *História do Banco do Brasil* (vol. I, parte I). Rio de Janeiro: Banco do Brasil, 1973, p. 41.

<sup>69</sup> Carta Régia de 22 de Agosto de 1812.

<sup>70</sup> FRANCO, Afonso Arinos de Melo. *História do Banco do Brasil* (vol. I), *op. cit.*, p. 36.

<sup>71</sup> Muitas das companhias do século XIX foram fundadas por aqueles que nelas se interessavam como consumidores, não investidores. Cf. HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. *Voting Restrictions in 19th Century Corporations: Investor Protection or Consumer Protection?*, *op. cit.*

<sup>72</sup> Até mesmo nos primeiros bancos semi-estatais nos Estados Unidos a participação do Tesouro era mais expressiva, representando 60% do capital social do Bank of North America de 1781 e 20% do primeiro Bank of the United States de 1791. Embora sem referir registros históricos específicos, outros autores apontam para uma maior participação estatal no capital acionário do Banco, mas ainda assim nitidamente minoritária. Cf. HOLANDA, Sérgio Buarque de (org.). *História Geral da Civilização Brasileira*, Vol. I, Tomo III. 9ª ed. Rio de Janeiro: Bertrand Brasil, 2003 (afirma que o governo detinha 23% das ações do Banco em 1821).

<sup>73</sup> Steven Topik, *A Empresa Estatal em um Regime Liberal: O Banco do Brasil – 1905-1930*, *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, n. 19, 1981, p. 70.

foi muito diferente quanto à composição majoritariamente privada de seu capital acionário. Criado mediante a fusão, promovida pelo Estado, do Banco Comercial do Rio de Janeiro e do banco instituído por Mauá em 1851 (e igualmente denominado “Banco do Brasil”), a nova instituição bancária era integralmente financiada por capitais privados.<sup>74</sup> No entanto, os estatutos do segundo Banco do Brasil atribuíam ao Imperador a nomeação do seu presidente, característica comum às sociedades de economia mista contemporâneas.<sup>75</sup> Os demais diretores do Banco seriam eleitos em assembleia geral, na qual cada vinte ações conferiam direito a um voto, sujeitando-se ao limite de 15 votos por acionista.<sup>76</sup>

Em marcante contraste com o seu antecessor de 1808, o Banco do Brasil de 1853 suscitou expressivo interesse dos investidores, o que deu ensejo a situações curiosas. Concedeu-se prioridade para a subscrição das ações àqueles que “voluntariamente se obrigassem” a pagar 10% do valor nominal ao governo para fins de melhoramento das calçadas do Rio de Janeiro. Ainda assim, diante do excesso de demanda, as ações foram alocadas segundo critério de influência política, não pelo jogo das forças de mercado. A lista de acionistas do novo banco mais parecia um “quem é quem” da elite política, com os membros das realezas brasileira e portuguesa recebendo os maiores lotes, de 100 ações cada.<sup>77</sup> A participação majoritária do Estado somente veio a ter lugar no terceiro Banco do Brasil, instituído em 1905.<sup>78</sup>

A participação do Estado no século XIX foi particularmente relevante no fomento às sociedades anônimas que operavam estradas de ferro, mas ainda assim a participação do Tesouro como acionista era modesta. Uma exceção importante foi a Estrada de Ferro D. Pedro II, uma das maiores companhias oitocentistas do País, cujo estatuto conferia ao Imperador o poder de designar o presidente da empresa. Ainda assim, a participação majoritária do Estado no capital da companhia foi superveniente à sua constituição, como decorrência das dificuldades financeiras pelas quais passava a companhia.<sup>79</sup> O governo imperial tornou-se acionista majoritário no decorrer do tempo, sendo a companhia finalmente encampada pelo Estado em 1865 em troca de títulos da dívida pública.

Todavia, como regra geral, o apoio do Estado ao desenvolvimento das estradas de ferro não se dava como acionista, mas como garantidor de dividendos mínimos de 5 a 7% a empresas de propriedade privada. Isto é, as empresas que contavam com apoio governamental no século XIX assemelhavam-se mais a parcerias público-privadas do que a sociedades de economia mista propriamente ditas. Foi somente no século XX e, sobretudo, a partir da década de 1940, com a constituição da Companhia Siderúrgica Nacional e da Companhia Vale do Rio Doce, entre outras, que o Brasil testemunhou o surgimento de suas primeiras grandes empresas que já nasciam com a presença do Estado como acionista controlador, as quais, mesmo após a onda de privatizações nos anos 1990, ainda ocupam um papel preponderante na economia nacional.

---

<sup>74</sup> Franco, *op. cit.*, p. 395. Não obstante, a melhor doutrina jurídica consagrou concepção diametralmente diferente. Cf. FERREIRA, Waldemar. *A Sociedade de Economia Mista em seu Aspecto Contemporâneo*, *op. cit.*, p. 92 (observando, quanto ao segundo Banco do Brasil, que “o Estado federal é seu maior acionista, possuindo a quase totalidade de suas ações”).

<sup>75</sup> Decreto 1.223 de 1853, art. 39.

<sup>76</sup> *Id.*, art. 33.

<sup>77</sup> PACHECO, Cláudio. *História do Banco do Brasil* (vol. I, parte II), *op. cit.*, p. 41, p. 376-7.

<sup>78</sup> Decreto 1.455 de 30 de setembro de 1905. Embora os estatutos originais previssem a participação do Estado de um terço do capital, em dezembro daquele ano o Governo Federal já se havia tornado o acionista majoritário do Banco. PACHECO, Cláudio. *História do Banco do Brasil* (vol. III). Rio de Janeiro: Banco do Brasil, 1979, p. 547-8.

*op. cit.*, p. 41, p. 376-7.

<sup>79</sup> Ver Annaes do Parlamento Brasileiro: Câmara dos Srs. Deputados, sessão de 30 de agosto de 1861, p. 340 (observa-se que a Estrada de Ferro D. Pedro II não foi constituída com base na ideia de que o governo seria o acionista majoritário ou controlador, tanto é que o seu estatuto limita em 20 o número de votos por acionista).

## 5. A divulgação da remuneração de executivos vai de encontro às raízes culturais brasileiras

Dentre os diversos esforços da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nos últimos anos em incrementar o grau de proteção aos investidores minoritários no Brasil e as controvérsias jurídicas relativas aos novos marcos regulatórios, destaca-se o item da Instrução 480 de 2009, que exige, para além da informação do montante global pago aos seus administradores, a divulgação do maior e menor salário pago aos executivos de companhias abertas. A inovação ocasionou uma forte reação negativa por parte dos executivos e de suas companhias, que alegaram tanto a ilegalidade do novo preceito, por extrapolar os ditames previstos pela Lei das 6.404 de 1976, como a sua inconstitucionalidade em razão de alegada ofensa à privacidade e à segurança dos executivos e de suas famílias. A polêmica finalmente deu ensejo à propositura de ação judicial por parte do Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças (IBEF), cujo desfecho permanece incerto até a finalização deste texto.

A controvérsia trouxe à tona a dita “questão cultural brasileira” quanto à divulgação dos salários. Aduz o IBEF, em sua petição inicial, a existência de “uma questão cultural, que não pode ser desprezada,” sendo “totalmente contrário ao costume do brasileiro divulgar o quanto ganha.”<sup>80</sup> Conclui, então, que a norma regulamentar exigindo a divulgação complementar ofende “as garantias individuais de intimidade, privacidade e sigilo de dados, *especialmente quando consideradas à luz dos costumes vigentes no país.*”<sup>81</sup> Em entrevista à mídia, o procurador dos executivos defendeu que a profunda diferença cultural justifica o tratamento divergente do tema no âmbito internacional. “Nos Estados Unidos, pela cultura protestante,” assevera ele, “as pessoas têm orgulho em divulgar seus salários, é um valor positivo. Na nossa cultura é totalmente diferente, ninguém revela o salário.”<sup>82</sup>

Em verdade, as diferenças entre ambas as culturas é, neste ponto, menos acentuada do que usualmente se imagina. A instituição do dever de divulgar a remuneração dos executivos encontrou forte resistência nos Estados Unidos dos anos 1930, época em que, à semelhança da recente experiência brasileira, eram tecidas duras críticas sobre a perda da privacidade e o alegado risco de sequestros ocasionados pelas novas regras de *disclosure*.<sup>83</sup> Por outro lado, a afirmada aversão nacional à divulgação dos salários consiste em um traço cultural menos arraigado e de origem mais recente do que se poderia supor. No século XIX e na parte inicial do século XX, a remuneração fixa e variável dos principais executivos de companhias brasileiras era corriqueiramente fixada pelos estatutos sociais e, assim, tornada pública pelos mais importantes jornais do País. Conforme observa Aldo Musacchio, “[o]ne of the most striking features of the system of corporate governance in Brazil before 1940 was that company statutes were publicly available and contained detailed information on the compensation of directors.”<sup>84</sup>

É curioso que, longe de dissuadir eventuais candidatos a cargos na administração das companhias, a prática surtia o efeito contrário: a remuneração ofertada atraía um grande número de interessados, ocasionando verdadeiras lutas políticas pelo cargo de diretor. Foi justamente para evitar esse inconveniente que Mauá optou por abolir o pagamento de qualquer remuneração aos administradores do Banco do Brasil por ele fundado em 1851.<sup>85</sup> Com efeito,

---

<sup>80</sup> Petição inicial datada de 2 de março de 2010, p. 19.

<sup>81</sup> *Id.*, p. 20 (grifo existente no original).

<sup>82</sup> ROCHA, Janes; ENNES, Juliana. Mais empresas divulgam salários. *Valor Econômico*, São Paulo, 29 set. 2010.

<sup>83</sup> WELLS, Harwell, ‘No Man Can be Worth \$1,000,000 a Year: The Fight Over Executive Compensation in 1930s America, *University of Richmond Law Review*, n. 44, 2010, p. 708.

<sup>84</sup> MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy*, *op. cit.*, p. 136.

<sup>85</sup> MAUÁ, Irineu Evangelista de Souza, Visconde de. *Autobiografia*, *op. cit.*, p. 127. Assim afirma Mauá em sua autobiografia: “Apresentei-me, pois, em campo com a idéia de criar uma grande instituição de credito. Brusca e violenta oposição assaltou-me por todos os lados; compreendi que se tratava dos vencimentos dos cargos de diretores. Fiz um movimento ousado de frente alterando os estatutos, tornando esse cargo não remunerado; foi água na fervura – os pretendentes que formigavam retiraram-se da arena,

segundo o estudo empírico do economista Aldo Musacchio, a remuneração dos administradores das companhias oitocentistas era mais alta no Brasil do que na Europa e nos Estados Unidos da época.<sup>86</sup>

Aliás, muito antes do desenvolvimento da teoria econômica sobre os custos de agência e da promoção de mecanismos de remuneração como forma de mitigá-los,<sup>87</sup> já contavam as companhias brasileiras com sistemas de compensação variável atrelados aos resultados financeiros efetivamente obtidos. Em 1883, a Companhia Cantareira e Esgotos concedia a cada um dos seus diretores o salário fixo de 1:200\$000 durante o período de construção e enquanto os dividendos não excedessem 7% do capital. Em caso de resultado financeiro superior, estipulou-se adicional de remuneração variável fixado em 1% da renda líquida no semestre. Já o estatuto da Companhia Agrícola de São Paulo, estabelecida em 1890, fixava o salário de cada um de seus diretores em seis mil réis, os quais poderiam ser duplicados caso os dividendos anuais superassem a taxa de 12% ao ano.<sup>88</sup> O apreço pelo sigilo quanto à remuneração dos administradores é, portanto, uma jabuticaba menos perene do que se supõe.

---

e consegui formar uma diretoria composta dos melhores nomes da praça, como é sabido, diretoria que com pequena alteração me acompanhou durante a vida curta do primitivo Banco do Brasil”.

<sup>86</sup> MUSACCHIO, Aldo. *Experiments in Financial Democracy*, *op. cit.*, p. 137 (observa que os diretores brasileiros auferiam rendimentos superiores em cerca de 30 a 45% à remuneração dos diretores de empresas norte-americanas e em 50% aos diretores de empresas inglesas comparáveis).

<sup>87</sup> Ver, *e.g.*, JENSEN, Michael C. Jensen; MECKLING, William. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, 1976.

<sup>88</sup> Fonte: Arquivo Histórico do Estado de São Paulo.