PROPRIEDADE E CONTROLE NA COMPANHIA ABERTA — UMA ANÁLISE TEÓRICA

NELSON EIZIRIK *

I — Introdução

A discussão referente à separação entre propriedade e controle na macroempresa apresenta grande importância para o entendimento mais completo das transformações que a Companhia Aberta pode acarretar na instância jurídica. Conforme vários autores, as empresas efetivamente "abertas" em sua estrutura de capital e propriedade operariam modificações de relevo nas sociedades capitalistas avançadas. Assim, os aspectos positivos de tal "abertura" ou "democratização" do capital das grandes empresas, particularmente daquelas que recorrem ao mercado de capitais para o financiamento de seus projetos de expansão, são referidos principalmente a determinadas alterações na estrutura da propriedade privada, em sua feição clássica. Tais alterações trariam, conforme esta linha de pensamento, conseqüências relevantes a nível econômico e jurídico.

Em primeiro lugar, conforme tal linha de raciocínio, ocorreria uma cisão nos direitos de propriedade, desaparecendo gradualmente a figura do empresário capitalista clássico, na medida em que se tornasse cada vez mais pulverizado, entre os acionistas, o poder de controle das grandes empresas. A gestão dessas macroempresas tenderia a ser exercida por gerentes profissionais, que constituiriam uma nova "classe", mais dinâmica e aberta, na medida em que o acesso às posições diretivas se daria pela qualificação técnica e profissional, não mais pelas relações de parentesco. Assim, as famílias tradicionalmente mais ricas deixariam de controlar as grandes empresas, efetivamente "abertas", permitindo a ascensão dessa nova tecnocracia gerencial. Ao mesmo tempo, a distribuição dos lucros dos grandes empreendimentos seria atribuído a um número cada vez maior de pessoas, na medida em que mais pulverizado estaria o capital das companhias em mãos de um crescente número de acionistas.

Ocorreria, então, uma espécie de "revolução silenciosa" nas sociedades capitalistas, com o advento da macroempresa, subvertendo as antigas relações de poder e promovendo um esfacelamento da classe dirigente. Passaríamos, assim, a um capitalismo sem proprietários, ou seja, sem capitalistas.

Tal quadro deveria acarretar conseqüências jurídicas relevantes. Com efeito, caberia ao Direito a tarefa de reconhecer e institucionalizar a nova realidade econômica da macroempresa, conferindo-lhe tratamento jurídico próprio, diverso daquele conferido às companhias "fechadas" ou "familiares". A nova disciplina legal das Companhias Abertas deveria, ademais, atribuir novas responsabilidades aos administradores, além de criar institutos de proteção aos acionistas minori-

* Agradeço a colaboração de Hério Saboga. As falhas e omissões, são evidentemente, de minha inteira responsabilidade.

tários, tratados mais como investidores, aportadores de capital, do que propriamente como sócios.

As noções acima referidas foram e têm sido objeto de importantes estudos. O objetivo básico do presente trabalho é referir os marcos teóricos mais relevantes da discussão relativa à separação entre propriedade e gestão que ocorreria no interior das grandes empresas, as Companhias Abertas. Para tanto, partiremos da descrição dos principais estudos que analisaram tal separação entre propriedade e controle nas macroempresas, assim como apresentaremos em seguida as principais críticas que lhes foram endereçadas. Mais adiante, trataremos de analisar as repercussões de tal discussão no Brasil, tendo em vista, principalmente, as medidas legais adotadas para incentivar a abertura e regular as Companhias Abertas.

II — A teoria da separação entre propriedade e controle na grande empresa

A mais importante sistematização da teoria da separação entre propriedade e controle foi realizada em 1932, por Adolph Berle e Gardiner Means, [1] que se transformou na fonte mais original e duradoura da chamada teoria do capitalismo gerencial. Segundo eles, "a dissolução do átomo de propriedade destrói o fundamento da ordem econômica dos últimos três séculos" pelo fato da "dissolução do velho átomo da propriedade em suas partes componentes, o controle e os benefícios da propriedade".

Cabe aqui inicialmente verificar os contornos mais significativos da teoria, ligando-os às questões referentes aos direitos de propriedade e à ascensão da "classe" dos gerentes, mais adiante desenvolvidas.

Os autores partem da noção de que o divórcio entre propriedade e controle na macroempresa implicaria em uma nova forma de organização da própria sociedade. Assim, a finalidade de seu estudo seria basicamente verificar, a nível teórico e empírico, como se dá a dissolução do átomo da propriedade no interior das grandes empresas. Com o processo de concentração empresarial e o desaparecimento gradual dos pequenos e médios empreendimentos ocorreria, segundo os autores, uma crescente dispersão da propriedade. Esta dispersão, com as conseqüentes repercussões sobre o direito de propriedade, exigiria a redefinição de alguns conceitos básicos. Em primeiro lugar, o moderno proprietário (o acionista das grandes empresas) passaria a ser um agente passivo. Se antes exercia um domínio sobre bens tangíveis, agora tenderia a possuir apenas um título representativo de seus direitos sobre a propriedade, a empresa.

A propriedade, o bem tangível, antes constituía uma extensão da personalidade do proprietário, que moldava-o ao seu gosto. Com o advento da macroempresa, a propriedade passa a ser algo impessoal, massificado, sendo mesmo cada vez mais difícil identificar os "símbolos" aparentes da propriedade e riqueza. Ademais, o valor da riqueza do proprietário depende cada vez mais de fatores alheios à sua vontade; com efeito, ele passa a ser um aportador de recursos, administrados pelos gerentes das grandes empresas. Ao mesmo tempo, o valor da riqueza dos proprietários flutua constantemente, ao sabor das cotações no mercado de capitais. Por outro lado, há grande liquidez na sua riqueza, provida pela existência de um mercado secundário de ações. Em suma, o proprietário contemporâneo tem, na realidade, um "símbolo" da propriedade, a ação, passando seus

1. A. Berle & G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, N. York, Harcourt, Brace & World, 1967, 4.ª ed. (originalmente publicado em 1932).

atributos básicos — poder e responsabilidade — para as mãos de não-proprietários, os gerentes. A transferência desse "símbolo" no mercado não acarreta maior influência sobre os instrumentos de produção, conforme a teoria de Berle e Means, uma vez que a gestão continua a ser exercida pelos mesmos executivos.

Haveria então, com o advento da macroempresa, uma fragmentação nos direitos de propriedade. Os acionistas seriam proprietários *passivos*, enquanto que a propriedade *ativa*, ou seja, a de comandar efetivamente os rumos da empresa estaria nas mãos dos gerentes, com pouca ou nenhuma participação no capital.

A propriedade, em seu sentido estritamente jurídico, significa o conjunto dos direitos de usar, fruir e dispor de determinado bem (o *usus, fructus* e *abusus*). Embora a propriedade dos bens de determinada empresa seja legalmente da pessoa jurídica, observa Fábio K. Comparato, em trabalho clássico, que, a menos que se aceite a idéia da pessoa jurídica como ente ideal, distinto portanto das pessoas físicas que a constituem, não se pode atribuir senão a estas o exercício efetivo do *usus, fructus* e *abusus:* "Ora, o que se observa invariavelmente na grande companhia de capital aberto é justamente a atribuição desses elementos da propriedade clássica a titulares diferentes: enquanto os administradores passam a assumir sem contraste o *usus*, e mesmo o *abusus*, o corpo acionário só conserva o *fructus*. Seguindo o pensamento de Berle e Means, mais adiante vai concluir que "a noção de propriedade aí, pelo menos no sentido clássico do Direito Civil, deixa de existir sob a pressão do fenômeno empresarial. Até então, como observou Ripert, a empresa permaneceu escondida, sob a propriedade: o Direito Clássico estimava inútil pô-la em realce, pois a propriedade lhe bastava. Mas o mecanismo da grande sociedade anônima, separando a propriedade do controle, extremando a participação capitalista da gestão empresarial, torna insustentável o esquema tradicional". [2]

A dissolução do átomo da propriedade estaria clara no fato de que, segundo Berle e Means, 65% das companhias e 80% de sua riqueza combinada estariam controladas seja pela direção, seja por um instrumento legal envolvendo uma pequena parcela de propriedade, indicando que... propriedade e controle se teriam separado.

Berle e Means classificam 44% das maiores 200 empresas norte-americanas como sendo controladas pela direção, afirmando contudo ter informações "razoavelmente decisivas e confiáveis" de 2/3 das companhias. Não obstante, a tabela da p. 109, que nada mais é que um resumo das tabelas XII e XIII (pp. 86 a 107), nos dá uma idéia precisa dos resultados da investigação:

	Por n.	*Por Riqueza*
Controle da direção	44%	58%
Instrumento legal	21%	22%
Controle minoritário	23%	14%
Propriedade majoritária	5%	2%
Propriedade "privada"	6%	4%
Sob administração judicial	1%	—
	100%	100%

2. Fábio Konder Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macroempresa*, S. Paulo, Ed. Revista dos Tribunais, 1970, pp. 82/84.

Numerosos teóricos citaram durante anos o trabalho de Berle e Means sobre a separação entre propriedade e controle. Na verdade, o quadro acima é, de todos, o mais utilizado, na medida em que vale — e é apresentado — como sumário de conclusões, sem que se mencione algumas vezes as anteriores qualificações referentes à validade e à adequação da informação utilizada.

Porém, no total das companhias pesquisadas, calcula Maurice Zeitlin, em rigoroso estudo, que os autores, à época, tinham informações que lhes permitiria classificar definitivamente sob controle da direção, apenas 22% das 200 maiores empresas e, das 106 empresas industriais, apenas 3,8%.[3]

Robert Larner, em estudo mais recente, seguiu os mesmos passos de Berle e Means, ao fazer uma análise das 500 maiores empresas norte-americanas, concluindo, da mesma forma, que a "revolução diretorial" já havia triunfado. Larner classificou 80% das 200 maiores empresas e 70% das 300 restantes, em 1963, como "controladas pela direção". Seu critério para tal classificação repousa na hipótese de que as empresas nas quais o maior acionista individual, os membros de uma família ou um grupo restrito de sócios não possuíssem 10% ou mais do total de ações, deveriam ser consideradas como "controladas pela direção". Tal análise, assim como a de Berle e Means, não se preocupa em apreender os critérios e mecanismos extra-econômicos de controle e de poder, limitando-se a uma análise quase que puramente numérica.[4]

Em 1939, porém, um estudo promovido pelo National Resources Committee (NRC), incluía, ao contrário de Berle e Means, não só as 200 maiores empresas e corporações, mas também os cinqüenta maiores bancos, o que permitiu ao seu autor descobrir centros de controle "externo" e influências decisivas esquecidas pelos estudos anteriores. O autor do estudo, Paul M. Sweezy, revelou assim que quase a metade das maiores 200 corporações e 16 dos 50 bancos pertenciam a somente oito grupos de interesse.[5]

As teses de Berle e Means e de seus seguidores foram alvo de algumas críticas importantes. Assim, há, com relação à tese de fragmentação dos direitos de propriedade e gradual desaparecimento da propriedade privada, dois níveis de críticas. Por um lado, a dos economistas neoclássicos interessados no estudo dos direitos de propriedade. Por outro lado, a de alguns autores marxistas, procurando mostrar determinadas inconsistências teóricas existentes na tese de separação entre propriedade e controle.

Entre os últimos, encontramos no estudo de Karl Renner algumas proposições interessantes.[6] Sua preocupação central consiste no estudo do impacto exercido pelas mudanças econômicas sobre o funcionamento das instituições jurídicas, dedicando atenção particular ao estudo do direito de propriedade.

Ainda que centrado excessivamente na análise do conceito jurídico de propriedade do Direito Positivo, a análise de Renner suscita uma questão relevante: a separação entre propriedade e controle poderia significar, na realidade,

3. Maurice Zeitlin, "Corporate Ownership and Control: the Large Corporation and the Capitalist Class", *American Journal of Sociology*, Chicago, 1974, vol. 79, n. 5.

4. Robert Larner, *Management Control and the Large Corporation*, Cambridge University Press, 1970.

5. National Resources Committee, *The Structure of the American Economy*, Government Printing Office, 1939; reeditado por Paul Sweezy, em 1953, sob o título: *The Present as History*, N. York Review Press, 1953.

6. Karl Renner, *The Institutions of Private Law and their Social Functions*, ed. por O. Kahn-Freund, Londres, Routledge & Kegan Paul, 1976.

apenas uma dissociação entre a propriedade econômica e a definição jurídica de propriedade. Em outras palavras, um descompasso entre o conceito jurídico e a realidade econômica, e não uma nova forma de organização econômica em que a propriedade privada desaparecesse. Isto porque, ainda segundo este autor, o elemento básico da propriedade privada — a mais-valia — permaneceria inalterada. Comentando a "passividade" dos acionistas (modernos proprietários), conclui que isto não significa o desaparecimento dos métodos de expropriação por parte de indivíduos que não preenchem qualquer função social.

Alguns cientistas sociais utilizando uma conceituação marxista não consideram um grande problema a divisão entre propriedade e controle no interior da sociedade capitalista, como por exemplo, Baran e Sweezy.[7] Ao mesmo tempo, descartam a hipótese de que esse fato implique em que a teoria da divisão em classes não possa ser aplicada aos EUA e aos demais países capitalistas avançados, posto que o relevante no caso seria não aquela separação, mas a relação que se estabelece entre os produtores diretos e os proprietários dos instrumentos de produção, isto é, os proprietários e os diretores das grandes corporações constituiriam distintos estratos ou fragmentos da mesma classe social. Em suma, as grandes companhias seriam aparelhos de apropriação criados por uma classe; os proprietários e "managers" do capital delas participariam em vários graus diferentes, como membros da mesma classe social, em sua direção.

Ralph Miliband[8] seguindo orientação semelhante, procura enfatizar a questão da "motivação" dos gerentes. Ao perseguirem também o lucro privado, eles juntar-se-iam à classe dominante, como uma dentre as diversas elites econômicas que a comporiam.

Por outro lado, Poulantzas[9] trata de descartar o "falso problema do managerialismo", visto não constituírem os gerentes sequer uma fração autônoma da burguesia, ou uma "elite econômica" distinta daquela dos proprietários. Procura mostrar como, na teoria marxista, o lucro não é motivação dos comportamentos, mas sim uma categoria objetiva que designa uma parte da mais-valia realizada. A contradição fundamental do sistema capitalista se daria, na realidade, entre a socialização das forças produtivas e sua apropriação privada. Assim, a caracterização do sistema social como capitalista não dependeria, de forma alguma, das motivações do comportamento dos gerentes. A posição de classe dos gerentes estaria caracterizada não pelas suas motivações, mas sim pelo lugar por eles ocupado na produção e pela sua relação com a propriedade dos meios de produção. Sobre este aspecto, importaria distinguir, no termo "propriedade", tal como utilizado por Marx, a propriedade jurídica (que eventualmente pode não pertencer ao capitalista individual) da propriedade econômica, ou "apropriação real", único poder econômico efetivo. A propriedade econômica, conclui Poulantzas, a única a considerar para efeitos da análise da distribuição das pessoas em classes, pertenceria ainda seguramente ao capital, atuando o "manager" apenas por sua delegação funcional.

Há, portanto, algumas críticas contundentes à noção de que os gerentes constituem uma nova "classe" com padrões de comportamento e motivações inteiramente diversas daquelas dos proprietários.

7. Baran e Sweezy, *Monopoly Capital*, New York, Montly Review Press, 1966.
8. Ralph Miliband, *The State in Capitalist Society*, London, Anartet Books, 1977.
9. Poulantzas, "O Problema do Estado Capitalista", in *Debate sobre o Estado Capitalista*, Porto, Ed. Afrontamento, 1975.

É interessante notar que a teoria do capitalismo dos "manager" ou a tendência ao "capitalismo sem classes" foi referida ao próprio Marx. Com efeito, Ralf Dahrendorf [10] vai utilizar algumas das poucas páginas do cap. 27 (livro III) do *Capital,* para demonstrar suas teses referentes à dissolução do capitalismo como resultado da separação entre propriedade e controle. Conforme sugere Zeitlin, [11] a tentativa de Dahrendorf de fazer de Marx o primeiro teórico do "gerencialismo" parece manifestamente equivocada.

Acerca das sociedades por ações, afirma Marx inicialmente que elas supõem uma expansão sem precedentes da produção, tornando, por assim dizer, obsoletas as empresas baseadas exclusivamente no capital individual. Em seguida, mostra que o capital neste caso adquire a forma de capital social e não mais de capital individual.

A seguir, acentua que as empresas sociais, distintas das empresas individuais, *significam a supressão do capital como propriedade privada dentro dos limites do modo de produção capitalista.* Vai mais longe ainda ao frisar que a transformação do capitalista realmente ativo em um simples gerente ou administrador do capital alheio e dos proprietários do capital em simples proprietários de dinheiro é um fato marcante no aparecimento das sociedades por ações. [12]

A partir daí Dahrendorf concluiria ter sido Marx o primeiro a visualizar a liquidação da classe capitalista no interior do próprio capitalismo.

Inicialmente, é necessário indagar o porquê da palavra "supressão" ou "negação" utilizada neste contexto, pois ela pode dar uma idéia de "liquidação", de um processo inexorável de aniquilamento da propriedade privada nas economias capitalistas avançadas.

Sabe-se que Marx gostava de "coquetear", segundo sua expressão, com a terminologia hegeliana, conforme inclusive refere Zeitlin. Um dos seus termos favoritos é a famosa *Aufhebung,* uma expressão tipicamente hegeliana. Cabe lembrar que Jean Hyppolite [13] adverte sobre o duplo significado da expressão, pois as categorias finitas do entendimento devem ser encaradas de um ponto de vista dualístico, como conservação e como negação. A *Aufhebung,* a bem da verdade, recria durante o próprio processo de supressão, de destruição. Isso significa que as sociedades por ações, como forma nova de capital social, *negam o capital privado ao mesmo tempo que o conservam.* Aliás, o próprio Marx é bastante claro a este respeito, um pouco mais adiante, ao investir contra a nova "aristocracia financeira" emergente com o processo de crescimento das Sociedades Anônimas: "É a negação do modo capitalista de produção dentro dele mesmo, por conseguinte uma contradição que se elimina a si mesma, e logo se evidencia que é fase de transição para nova forma de produção. Esta fase assume assim aspecto contraditório. Estabelece o monopólio em certos ramos, provocando a intervenção do Estado. Reproduz nova aristocracia financeira, nova espécie de parasitas, na figura de projetadores, fundadores e diretores puramente nominais; um sistema completo de especulação e embuste no tocante à incorporação de socie-

10. Ralph Dahrendorf, *Class and Class Conflict in Undustrial Society,* Stanford, University Press, 1959.

11. Maurice Zeitlin, ob. cit., nota 3.

12. Karl Marx, *O Capital* (trad. de Reginaldo Sant'Anna), Rio, Civilização Brasileira, Livro 3, vol. 5, p. 505.

13. Jean Hyppolite, *Gènèse et Structure de la Phènomènologie de L'Esprit de Hegel,* Paris, Aubier-Montaigne, 1966.

dades, lançamento e comércio de ações. Há produção privada, sem o controle da propriedade privada". [14]

Quanto ao ponto específico da separação entre propriedade e controle, a posição de Marx é de que a "separação" entre propriedade e controle significava que os grandes proprietários, os que possuíam a maioria ou a minoria dominante de ações de uma companhia, direta ou indiretamente, apropriavam-se do controle dos pequenos proprietários. Isto é o que pareceria querer dizer ao afirmar que as formas da sociedade por ações oferecem ao capitalista uma disposição livre, dentro de certos limites, sobre o capital alheio e propriedade alheia, o que significa, portanto, um poder de disposição sobre o trabalho alheio. [15]

De mais a mais, segundo observou Zeitlin, [16] seria forçar um tanto a análise fazer de Marx o primeiro teórico do "novo estado industrial". As funções das corporações nascentes e do sistema de Bolsas, na análise por ele desenvolvida, significavam muito antes o enriquecimento mediante a exploração do trabalho alheio, até convertê-lo no mais puro e gigantesco sistema de jogo e especulação, reduzindo cada vez mais o número de reduzidos indivíduos que exploram a riqueza social. [17] Assim, tratando da função econômica das ações no processo de acumulação e reprodução ampliada, define-as como: "Ressalvados os casos de logro, constituem elas títulos de propriedade sobre capital efetivo pertencente a uma sociedade e representam direito sobre a mais-valia que daí anualmente flui". [18]

Podemos concluir, assim, que na teoria marxista original, ainda que se reconheça uma cisão entre propriedade (no sentido puramente jurídico) e controle nas grandes sociedades anônimas, não há qualquer menção a uma real supressão da propriedade privada, mas sim menção a uma nova *forma* de propriedade privada, na qual, porém, subsiste o seu elemento econômico fundamental, para o marxismo, que é a mais-valia.

Outro grupo de trabalhos críticos à tese de Berle e Means pode ser encontrado entre alguns economistas da "Escola de Chicago" de orientação neoclássica, portanto, no estudo da teoria dos direitos de propriedade. As definições por eles dadas aos direitos de propriedade não diferem muito dos conceitos jurídicos mais modernos, os quais consideram os direitos reais como uma relação jurídica entre um indivíduo e os demais membros da sociedade, com relação a um bem determinado. Assim, aquilo que se designa como exclusivo domínio de uma pessoa sobre uma coisa é a exclusão de todos os outros, estabelecida pela ordem jurídica, do poder de disposição sobre a coisa. O "domínio" de um significa apenas juridicamente o reflexo da exclusão dos outros indivíduos.

Nesse sentido, Harold Demsetz [19] vai definir os direitos de propriedade como um instrumento da sociedade que permite ao indivíduo prever razoavelmente o que ele pode obter em suas relações com os demais membros daquela sociedade. Tais previsões se materializam em leis e costumes, os quais asseguram ao titular do direito de propriedade proteção contra os demais indivíduos.

14. *O Capital*, cit., p. 507.
15. *O Capital*, cit., p. 507.
16. Ob. cit., nota 3.
17. *O Capital*, cit., p. 510.
18. Idem, Livro 2, vol. 3.º, p. 370.
19. Harold Demsetz, "Toward a Theory of Property Rights", *American Economic Review*, maio de 1967.

A teoria dos direitos de propriedade parte de algumas hipóteses básicas: 1) os agentes econômicos maximizam sua função de utilidade e são motivados por seu interesse individual, qualquer que seja o sistema econômico e quaisquer que sejam os direitos de propriedade à sua disposição; 2) todo indivíduo persegue seus próprios objetivos, submetido porém às limitações estabelecidas pelo sistema social no qual atua; 3) a maximização do lucro ou da riqueza não é o único argumento da função de utilidade de um agente econômico pois ele pode buscar outros objetivos, tais como lazer, mais tempo livre, melhores condições de trabalho, etc.; 4) as preferências de um indivíduo são reveladas por seu comportamento no mercado; 5) a informação não é jamais perfeita e os custos de transação não são jamais nulos. [20]

O direito de propriedade significa basicamente a possibilidade de utilizar diretamente o bem ou de transferir todos ou parte dos direitos sobre o bem, permitindo a outros a sua utilização econômica. Qualquer imitação à propriedade privada afeta a utilização do bem por seu proprietário, reduzindo portanto seu valor econômico.

A teoria clássica da firma, desenvolvida pelos economistas neoclássicos, assume, implicitamente, que os direitos de propriedade são *absolutamente privados*. Na prática, aceita que tal ocorre muitas vezes, pelas limitações ou regulações estabelecidas aos direitos de propriedade privada, assim como pela existência de empresas públicas ou outros arranjos institucionais que *atenuam* os direitos de propriedade.

No caso da macroempresa, na medida em que tais restrições tendem a limitar o lucro dos proprietários, diminui o incentivo destes em fazer valer seus direitos, aumentando por outro lado a oportunidade dos gerentes de maximizar suas funções de utilidade. No caso, porém, conforme esta linha de pensamento, teria havido apenas uma prévia relação contratual, pela qual os proprietários delegam a não-proprietários — os gerentes — determinadas funções na exploração da atividade econômica. O que a dispersão de ações poderia operar, então, seria não uma supressão dos direitos de propriedade dos acionistas, mas apenas uma atenuação em seus direitos de propriedade.

Assim, a macroempresa ocasionaria, na realidade, segundo tal linha de pensamento, uma *atenuação* nos direitos de propriedade. Teríamos então, nesse caso, um sistema de "propriedade atenuada", não o desaparecimento da propriedade privada. Os direitos de propriedade atenuada se diferenciam da propriedade privada plena pelas restrições existentes à utilização exclusiva e possibilidade de transferência ilimitada atribuídas ao proprietário.

A atenuação dos direitos de propriedade na macroempresa ocorreria pelos seguintes fatos: 1) o custo para os proprietários de impedir práticas dos gerentes que não maximizam o lucro da empresa é muito alto; 2) a remoção dos gerentes é difícil e também pode se dar a um custo elevado; 3) a maximização do lucro dos proprietários é objetivo difícil de ser imposto aos gerentes, os quais podem visar a maximização de sua própria função-utilidade.

Tais elementos caracterizariam um sistema de propriedade privada "atenuada", nunca a eliminação da propriedade privada. De qualquer forma, o grupo de estudos de orientação neoclássica não vê, no caso da macroempresa, nenhum

20. Furubotn and Pejovich, "Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature", *Journal of Economic Literature*, dec. 1972.

motivo para deixar de aplicar, à sua análise, os postulados de uma economia de mercado, baseada na propriedade privada dos meios de produção.

Revisando a literatura sobre propriedade e controle. Louis de Alessi [21] apresenta algumas restrições importantes às proposições originais de Berle e Means e de seus seguidores. Assim, considera que tais estudos não demonstram qualquer evidência concreta do controle gerencial. Na realidade, eles apenas apresentariam uma classificação das empresas segundo o critério da dispersão das ações, não mostrando evidências concretas do controle gerencial naquelas empresas com o capital mais disperso. Ou seja, considera insuficiente a utilização unicamente do critério de dispersão para classificar uma empresa como controlada pelos gerentes ou pelos proprietários. Se um perfil determinado de distribuição das ações reflete o controle gerencial, então as atividades da macroempresa deveriam diferir de alguma maneira daquelas com um perfil diverso, controladas pelos proprietários (acionistas). Caso contrário, diferentes tipos de controle seriam apenas rótulos para diferentes perfis de distribuição de ações, sem que se pudesse desse fato extrair maiores conclusões.

A literatura neoclássica sugere ademais que, a partir de um nível determinado, quanto maior a dispersão de ações maior é a possibilidade dos gerentes comportarem-se de maneira incompatível com a maximização dos lucros dos acionistas. Nesse sentido, o trabalho de Monsen, Chiu e Cooley [22] procura demonstrar, por meio de alguns testes estatísticos, que as empresas controladas pelos proprietários apresentam um retorno líquido 75% maior do que o grupo de empresas controladas pelos gerentes. Analisando também estudos produzidos recentemente, Alessi, no trabalho mencionado, vai então concluir que as evidências empíricas apresentadas na literatura ainda não revelam um teste definitivo da hipótese de que diferentes graus de dispersão implicam diferentes resultados no processo decisório das empresas.

Os economistas neoclássicos, assim, não aceitam a tese de desaparecimento da propriedade privada, constituindo a dispersão acionária basicamente um "arranjo contratual", pelo qual os acionistas, modernos proprietários, delegam aos gerentes certas funções diretivas na empresa. Portanto, o grupo de estudos de orientação neoclássica não vê, na análise da macroempresa, nenhum motivo razoável para deixar de aplicar, ao seu estudo, os postulados de uma economia de propriedade privada. Conforme resume Louis de Alessi: "The distinguishing characteristic of a private property system is the high positive correlation between the wealth of an individual and the consequences of his decisions on the value of resources. So long as the shareholders continue to bear the unpredicted changes in the value of a firm's goods and assets (i.c., bear the firm's profits and losses) and continue to have the right to exchange the firm's shares in the open market, they have the characteristics and the incentives of owners. They are the owners, and the fact that they have decided to allow their resources to be used as they have does not make them any less so. Dispersed ownership is just one particular kind of contractual arrangement possible under a private property system. To suggest otherwise simply confuses matters to no useful purpose". [23]

21. "Private Property and Dispersion of Ownership in Large Corporations", *The Journal of Finance*, vol. XXVIII, n. 4, sept. 1973.

22. "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm, *Quarterly Journal of Economics*, august, 1968.

23. Ob. cit., nota 21.

Verificamos, portanto, não ser nada pacífica a aceitação da teoria que afirma estarem inteiramente cindidos, na macroempresa, o poder de controle do direito de propriedade, desaparecendo, conseqüentemente, a propriedade privada nas sociedades capitalistas avançadas. Com efeito, as teses de Berle e Means e seus seguidores sofrem, conforme referido, críticas à esquerda e à direita, ou seja, tanto de pensadores marxistas como de economistas neoclássicos.

Tais críticas, porém, não refutam o fato de que, mesmo inexistindo uma alteração substancial nos direitos de propriedade privada, certamente há uma "atenuação" de tais direitos, passando os atuais proprietários, os acionistas (pelo menos os minoritários) a uma situação cada vez mais passiva, característica dos investidores e não mais dos sócios. Igualmente não refutam a tendência existente no sentido de um enfraquecimento gradual da figura do empresário familiar clássico, aos poucos substituído por uma nova tecnocracia gerencial, a qual, porém, certamente não constitui uma nova "classe", não nos parecendo corretas as conclusões que caracterizam, na sua ascensão, uma "revolução gerencial", capaz de alterar profundamente a estrutura da propriedade privada e da economia de mercado.

III — Repercussões da teoria da separação entre propriedade e controle no Brasil

Discutidas as linhas básicas da tese de Berle e Means, bem como as principais revisões críticas, procuraremos verificar quais as suas repercussões básicas no Brasil, quer ao nível de estudos e discussões, quer ao nível de medidas legais.

Entre nós, a adoção das idéias de "democratização do capital" pode ser observada mais em medidas legislativas do que propriamente em estudos teóricos. Nelas pode ser constatado, um interessante exemplo de "importação" de determinadas teses, com aplicação imediata de algumas de suas premissas e conclusões, sem maiores discussões críticas sobre a sua validade e, principalmente, sobre a factibilidade de sua adoção. A ausência de maiores discussões pode ser, inclusive, uma das causas do relativo fracasso da adoção, corporificada em algumas medidas legais, das teses da "democratização do capital" no Brasil. Deve ser notado, ademais, que não há, no Brasil, estudos sistemáticos, com levantamentos empíricos, sobre a questão da propriedade e controle na macroempresa.

A noção de "abertura do capital" das empresas esteve quase sempre expressa, na legislação, em normas que visavam incentivar a maior dispersão das ações entre o público. Assim, parece ter havido uma aceitação da tese de que a pulverização das ações poderia ser promovida mediante reformas na legislação, devendo tal dispersão, no longo prazo, conduzir a uma situação de cisão entre propriedade e controle nas grandes empresas, a qual caracterizaria uma etapa superior do capitalismo.

Em agosto de 1964, já então como reflexo do impulso reformista do governo Castello Branco, cria-se o Fundo de Democratização do Capital das Empresas — FUNDECE, mediante o Dec. 54.105, de 6.8.64. O referido diploma, destinado a incentivar o complemento de capital de giro às empresas industriais, previa que as empresas que "abrissem o capital" poderiam saldar seus débitos para com o Fundo através da oferta das ações à subscrição pública.

No programa de Ação Econômica do Governo — PAEG, divulgado em 1964, também se estabelece a política de incentivos à abertura de capital e ao mercado de capitais. Como conseqüência de tal política, baixa-se a Lei 4.506,

de 30.11.64, que introduz o conceito de Sociedade Anônima de Capital Aberto. Ao estabelecer determinados incentivos fiscais para tais companhias, a Lei também define as condições mínimas para a caracterização de uma companhia como de Capital Aberto. Sua importância básica, para efeitos de nossa análise, está no fato de ser o primeiro marco legal no qual está refletida a noção de "democratização do capital". Com efeito, seriam consideradas de Capital Aberto aquelas companhias em que pelo menos 30% de suas ações com direito de voto, cotadas em Bolsa de Valores, pertencessem a mais de 200 sócios, nenhum deles com mais de 3% do capital da empresa. Além disso, a lei exigia uma dispersão contínua das ações entre o público, num mínimo de 20 novos acionistas anualmente.

Assim, as primeiras medidas legais de maior relevo referentes à Abertura de Capital das Companhias apresentam uma noção de que tal abertura deveria ser caracterizada por uma *dispersão crescente das ações com direito de voto.* Ou seja, parece estar nelas embutida a associação da abertura de capital à gradativa pulverização do controle acionário, certamente por influência das teses de Berle e Means. Mais adiante, vamos encontrar uma confirmação de tal tendência, de forma ainda mais nítida, na Res. 106/68 do Conselho Monetário Nacional. Revogando a Res. 16/66, que definia as Cias. como de Capital Aberto basicamente em função da negociabilidade de suas ações em Bolsa, a Res. 106 expressa claramente a noção de que a abertura de capital deveria estar condicionada à dispersão de ações com direito de voto. Com efeito, determinava que as sociedades de Capital Aberto deveriam ter, no mínimo, 20% de suas ações ordinárias dispersas entre o público. [24]

Com a Res. 106, fica mais clara a intenção governamental de induzir, mediante incentivos fiscais, uma abertura de capital das empresas na forma de dispersão de ações com direito de voto. Tal medida regulamentar deveria ocasionar um gradativo enfraquecimento do controle familiar das sociedades de capital aberto, até chegar-se a uma situação de controle acionário precário, uma vez que o majoritário não poderia deter, ao longo prazo, mais do que 51% das ações ordinárias. Esta tendência foi atenuada mediante a Res. 176/71, pela qual a dispersão poderia se dar, dos 20% ao 49%, também na forma de ações preferenciais, sem direito de voto.

É importante observar que as teses de Berle e Means, adotadas nas medidas legais antes mencionadas, praticamente não haviam sido alvo de maiores discussões teóricas. Com efeito, apenas nos primeiros anos da década de 70 é que vão surgir alguns estudos voltados mais diretamente para a análise da separação entre propriedade e controle, analisando tal questão a partir de uma perspectiva principalmente jurídica. Sem qualquer pretensão a um estudo exaustivo da literatura produzida no Brasil, podemos mencionar alguns trabalhos fundamentais onde se verifica este tipo de análise. Dois deles são de particular relevo, constituindo marcos fundamentais na doutrina societária brasileira, uma vez que não só aceitam explicitamente as idéias de Berle e Means, como também tratam de aplicá-las ao caso brasileiro, referindo-as especificamente à reforma da lei das sociedades anônimas. Ademais, parecem ter exercido considerável influência sobre a doutrina, a qual, via de regra, ao analisar as tendências recentes do direito

24. Para uma descrição mais completa da regulamentação das SACA, ver: David M. Trubek, Jorge Hilário Gouvea Vieira e Paulo Fernandes de Sá, *O Mercado de Capitais e os Incentivos Fiscais,* Rio, TN-APEC, 1971, pp. 111-136.

empresarial, aceita a separação entre propriedade e controle na macroempresa como fato incontroverso.

O primeiro, cronologicamente, é o livro já clássico de Fábio Konder Comparato, *Aspectos Jurídicos da Macroempresa* antes citado. Ao analisar as tendências do moderno capitalismo, bem como da emergência das macroempresas, mostra o seu impacto sobre as instituições jurídicas em duas áreas do direito comercial: a sociedade anônima e o direito falimentar. Aceitando a tese de Berle e Means, acentua a defasagem existente entre a realidade econômica da grande empresa e o direito, centrado ainda em conceitos já superados, particularmente ao nível do direito de propriedade. Prega a necessidade de uma reforma na lei de sociedades anônimas, criando-se um estatuto opcional para a grande empresa privada, de natureza mais propriamente institucional do que societária, capaz de equacionar os interesses divergentes que nela existem.

O importante e completo estudo de Alfredo Lamy Filho sobre a Reforma da Lei das S/A também aceita explicitamente a separação entre propriedade e controle na grande empresa: "caracteriza-se, então, a S/A como "a revolução capitalista do Século XX", que provocara a destruição do direito de propriedade, atomizando-o na mão de incontáveis acionistas, mobilizando a propriedade imobiliária, provocando a ruptura entre propriedade e gestão... e terminando por mudar a própria natureza do direito de propriedade, ligando-o, diretamente, à produtividade". O estudo procura delinear os principais fundamentos para a reforma da Lei das S/A, neles incluindo, com alguma ênfase, o impacto provocado pela ascensão dos gerentes nas modernas macroempresas. [25]

Nas discussões sobre a reforma na Lei das Sociedades Anônimas as noções acima referidas vão aparecer com certa intensidade. A atribuição de um valor positivo, em princípio, à grande empresa, como elemento impulsionador da economia, aparece também no II Plano Nacional de Desenvolvimento Econômico, em seu Cap. IV, na seção referente às fusões e conglomerados. Ali se prega, por outro lado, como mecanismo capaz de impedir a concentração de renda, entre outras medidas, a "Abertura do Capital das empresas, por incentivos creditícios e fiscais (a exemplo dos fundos do Dec.-lei 157) e para criar o capitalismo do grande número". A importância da macroempresa, dadas as transformações fundamentais que ela traria ao sistema capitalista, é também enfatizada nas discussões sobre a reforma na Lei das S/A. [26]

A nova Lei das S/A — Lei 6.404/76 — modifica substancialmente o conceito de abertura de capital, antes vinculado à dispersão acionária e conseqüente atenuação dos direitos de propriedade. Na realidade, na Lei 6.404/76 abandona-se o conceito de Sociedade Anônima de Capital Aberto, estabelecido nas Res. 106 e 176, definindo-se como Cia. Aberta aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão (art. 4.º). Conforme a justificação do Anteprojeto, "a definição de companhia aberta adotada pelo Anteprojeto — sociedade anônima cujos valores mobiliários são negociados mediante oferta pública ou em locais acessíveis ao público em geral — não coincide com o conceito fiscal de sociedade de capital aberto. É que toda companhia que faz apelo — por mínimo que seja — à poupança

25. Alfredo Lamy Filho, "A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas", RDM n. 7, ano XI, Nova Série, 1972.

26. Tais discussões estão parcialmente transcritas em: Sindicatos dos Bancos do Estado do Rio de Janeiro, *Fundamentos da Reforma das Sociedades Anônimas*, Rio, 1976.

pública, ao ingressar no mercado de capitais cria relações que não existem na companhia fechada, e que exigem disciplina própria para proteger a economia popular e assegurar o funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários".

Há portanto uma mudança importante, pelo menos ao nível do Direito Positivo, com relação à adoção das teses da separação entre propriedade e gestão: *a Cia. Aberta não é mais definida em função da dispersão de suas ações, mas pelo simples fato de recorrer ao mercado de capitais, oferecendo publicamente valores mobiliários de sua emissão.* Ademais, abandona-se por inteiro a tendência, antes observada, de "induzir" o empresário a, gradualmente, abrir mão de seu poder de controle acionário, dispersando o capital votante entre o público. [27]

Tal não significa um total abandono das teses de Berle e Means, mas uma mudança de atitude com relação à sua aceitação. Até o advento da Lei 6.404, algumas medidas legais tratando das Sociedades Anônimas de Capital Aberto, ao incentivarem uma maior dispersão de suas ações, tinham como objetivo implícito conduzir a uma situação semelhante àquela descrita por Berle e Means. Ou seja, uma vez que as companhias brasileiras eram basicamente familiares, buscava-se induzir os empresários a "democratizá-las", até que se chegasse ao modelo de companhias efetivamente abertas, isto é, com controle separado da propriedade.

A partir da Lei 6.404/76, passa-se a extrair das teses "gerencialistas" algumas de suas conseqüências efetivamente mais úteis, referentes à regulação da conduta dos administradores e mesmo dos acionistas controladores. Com efeito, tais teses influenciaram fortemente a legislação federal sobre títulos nos Estados Unidos; a regulação de "securities" adotou várias teses do Cap. III do livro *The Modern Corporation and Private Property,* particularmente com relação à proteção aos investidores. Isto porque, aceitando a noção da "passividade dos acionistas", passou a estabelecer mecanismos legais para sua proteção, particularmente ao nível das informações a serem prestadas pelas empresas com ações publicamente negociadas (princípio do "full disclosure") e ao nível da repressão ao "insider trading".

Assim, ao assumir a legislação brasileira feições mais reguladoras e menos promocionais, afasta-se gradativamente do objetivo de promover a "abertura" ou "democratização" do capital das empresas, mediante a dispersão de suas ações entre o público. A adoção da tese da separação entre propriedade e controle passa a se dar em um contexto mais restrito, no sentido de utilizar algumas de suas proposições na regulação da conduta dos administradores e acionistas controladores, deixando-se de lado a tentativa de alcançar, através de mecanismos jurídicos, uma situação de "democratização da propriedade" nas Cias. Abertas.

A identificação do poder de controle e a atribuição de responsabilidades específicas ao acionista controlador (arts. 116 e 117 da Lei 6.404/76) parecem,

27. A propósito, José Luiz Bulhões Pedreira, comentando a possibilidade aberta pela Lei 6.404/76 às companhias de emitir 2/3 de seu capital em ações *sem direito de voto,* observou que: "8. Dessa perspectiva é fácil compreender o art. 16, § 1.º, do Anteprojeto, que propõe a elevação do limite de emissão de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito: ele tem por fim permitir que o empresário-empreendedor privado nacional possa, sem perder o controle com o mesmo volume de capital de risco de sua propriedade, criar ou expandir empresa de maior escala mediante associação de terceiros, sem direito a voto" (in *Fundamentos da Reforma das Sociedades Anônimas,* cit. nota 26, p. 205).

ademais, constituir um reconhecimento implícito de que, entre nós, a "propriedade plena" concentra-se muito mais nas mãos dos acionistas majoritários do que dos administradores profissionais, daí justificando-se a proteção aos minoritários — titulares da "propriedade atenuada" — frente a eventuais abusos cometidos não só pelos gerentes mas principalmente pelos acionistas controladores, os "proprietários plenos".

IV — Observações finais

Em primeiro lugar, pode-se observar que a tese de Berle e Means referente à separação entre propriedade e controle nas grandes empresas, com a conseqüente desaparição gradual da propriedade privada em economias capitalistas avançadas, é passível de algumas objeções sérias. Conforme mostramos, há duas ordens de críticas: a primeira refere-se aos resultados empíricos de sua pesquisa, contestados por vários estudos posteriores; e a segunda, às conclusões que se poderiam extrair, caso seus testes empíricos fossem realmente indiscutíveis.

Verificamos, portanto, que para alguns autores, o que ocorre, na realidade, é uma "atenuação" dos direitos de propriedade, nunca sua extinção. Para outros, a separação entre propriedade e controle significa apenas uma dissociação entre a propriedade econômica e o conceito jurídico de propriedade, permanecendo inalterados os elementos básicos da propriedade privada. Assim, o impacto da grande empresa sobre as estruturas econômica e social não seria tão significativo a ponto de operar uma "revolução dos gerentes" ou uma "socialização" nos sistemas capitalistas avançados.

Tais críticas permitem uma "requalificação" das teses básicas de Berle e Means e de seus principais seguidores. Afastadas as proposições mais claramente ideológicas, referentes principalmente à "revolução dos gerentes", podemos constatar que tais teses constituíram um marco de certa relevância na literatura econômica e jurídica. Seus maiores méritos estão na descrição de algumas evoluções significativas no atual capitalismo, referentes principalmente ao impacto da concentração empresarial sobre as estruturas econômicas e jurídicas liberais. Particularmente com relação à análise da sociedade anônima, o livro *The Modern Corporation and Private Property*, bem como os trabalhos que seguiram orientação semelhante, constituem um diagnóstico importante de sua evolução e presença no moderno capitalismo. Suas repercussões podem ser identificadas na legislação sobre mercado de capitais norte-americano, assim como de vários outros países europeus.

Com efeito, as questões ligadas à regulação da conduta dos administradores e à necessidade de identificação e atribuição de responsabilidades sociais ao grupo controlador, bem como medidas de proteção aos investidores, visualizados mais como aportadores de capital do que como sócios do empreendimento, estão todas referidas, direta ou indiretamente, aos diagnósticos elaborados a partir da tese da separação entre propriedade e controle na macroempresa.

A transposição de tais teses à realidade brasileira apresentou algumas particularidades interessantes. Vale observar inicialmente que a sua "importação" deu-se sem maiores análises críticas, não se levando em conta que o diagnóstico de Berle e Means referia-se a uma realidade econômica substancialmente diversa da nossa.

A questão mais relevante diz respeito à adoção de tais teses como um modelo a ser seguido pelas Cias. Abertas brasileiras, em que a dispersão crescente de

suas ações conduzisse à chamada "democratização do capital" das sociedades anônimas. Somente a partir da Lei 6.404/76 é que se passa a aproveitar os aspectos mais úteis da teoria de Berle e Means, referentes à regulação do mercado de valores mobiliários e à proteção dos investidores.

Finalizando, a revisão da literatura pode sugerir que, dadas as restrições teóricas à tese da separação entre propriedade e controle, objetivos mais modestos — e realistas — devem ser visados pela legislação referente à abertura de capital. Esta tendência pode ser observada na presente definição de Cia. Aberta. Ainda que a extensão dos benefícios fiscais a companhias que não apresentam maior dispersão de ações, sendo consideradas "Abertas" apenas na definição legal do termo, possa ser criticada, a noção jurídica atual de Cia. Aberta parece mais realista do que as anteriores. Com efeito, dadas as características do mercado de capitais brasileiro, é possível que a "abertura de capital" deva ser referida mais à questão da capitalização das empresas do que à da "democratização" de seu capital, a qual, se eventualmente alcançada (o que atualmente parece remoto), provavelmente não provocaria impactos tão significativos na estrutura da propriedade privada, tal como analisado ao longo do presente trabalho.