

A REFORMA DA LEGISLAÇÃO SOBRE SOCIEDADES ANÔNIMAS (*)

ALFREDO LAMY FILHO
Professor de Direito Comercial da Faculdade
de Direito da PUC — RJ

Em seu discurso de posse na Presidência desta Casa — que marca um dos momentos mais altos da vida deste Instituto, e de sua luta pelo Direito — o eminente SEABRA FAGUNDES ressaltou o papel indelegável que toca ao bacharel no processo legislativo, especialmente na fase atual de nossa vida jurídica. Daí porque o convite que me fêz, para que trouxesse até este douto plenário pontos de vista que professo com relação à discutida reforma da lei de sociedades anônimas — além de sumamente honroso —, sou para mim como de irrecusável aceitação. Na medida de suas forças, a todos e a cada um, caberá trazer sua contribuição para atualizar nossas instituições jurídicas.

Dizendo atualizar, assumo, naturalmente, posição de quem julga obsoleta a disciplina de algumas dessas instituições — mas devo ressaltar que não me incluo entre os que cultivam a “reforma dos Códigos” como o grande ideal jurídico a ser atingido. Não creio que a fase de profundas transformações que vivemos, “em que o passo da história se acelera”, seja propícia à codificação duradoura. Agora, mais que nunca, procede a eterna lição de que “a vida extravaza sempre a moldura em que o legislador a enquadrou”.

Sem pretender generalizar, ou estender o conceito a outros ramos do direito, num deles parece certo afirmar que não teremos nunca o Código perfeito, porque está em processo de perma-

nente transformação, a requerer constante aperfeiçoamento — e este é, justamente, o das instituições econômicas, em cujo *humus*, como lembra CARLOS FERRI, afunda suas raízes, como nenhum outro instituto jurídico, a sociedade anônima. Esse campo deve ser trabalhado pelo jurista com a humildade de quem tem muito a aprender, talvez mais do que a ensinar.

Com efeito — e recordar o fato pode nos servir de lição e roteiro no exame da reforma do direito societário —, as instituições comerciais nasceram e se moldaram à revelia dos doutos, muita vez contra os princípios universalmente aceitos pelo direito comum, com suas primeiras compilações recolhidas por comerciantes e práticos, até hoje anônimos, e escritas em latim bárbaro. A grande força criadora do direito comercial sempre foi o engenho humano à procura do lucro, e o comerciante para alcançá-lo buscou e soube abrir seus próprios caminhos. Foi na liberdade de contratar que o empresário encontrou o grande instrumento criador de riqueza e instituidor de inovações — e esta grande e tradicional via não deve ser obstruída pelas regulamentações excessivas ou minuciosas, que esterilizam a capacidade criadora dos homens, e terminariam por igualar, numa medíocre burocracia comercial, a grande e fecunda luta de competição e concorrência que fêz a grandeza econômica de tantos povos.

Longe de mim — devo acentuar — desconhecer ou impugnar a presença do Estado e a função disciplinadora e mesmo criadora de certas leis no mundo econômico, porque se trata de um fato universal sobre cuja conveniência ou inconveniência seria supérfluo discutir. Mas alinhó-me entre os que entendem que essa presença do Estado no mundo econômico não deve sufocar o campo da competição, nem traduzir-se em regulações que de tão circunstanciadas e exaustivas ocupem toda a área em que deveria prosperar a inventiva dos competidores.

Faço essas considerações muito a propósito das leis de anônimas, porque entendo que corremos, na reforma das leis vigentes, um duplo perigo que cumpre conjurar: de uma parte, o da omissão do legislador, levado por timidez ou demasiada cautela a só repetir o que já existe, e que timbra em desconhecer os fenômenos novos com os quais todos lidamos diariamente, para não arriscar-se em zona de muita turbulência; de outro lado, o risco de regular demais, o de pretender esgotar a realidade, ou de fazer lei didática.

(*) Conferência proferida no Instituto dos Advogados Brasileiros, em 23-4-1970.

Essas considerações iniciais — por cuja extensão me escuso perante o auditório — estariam incompletas se não prestássemos a homenagem, que entendemos devida, ao esforço realizado pelo legislador, nos últimos anos, e consubstanciado em tantos preceitos da legislação bancária, do impôsto de renda, na lei de mercado de capitais, por excelência, e outros mais, direta ou indiretamente correlacionados com a vida da sociedade anônima. A só dificuldade de enunciar tais normas e indicar as leis em que se encontram, seria suficiente para revelar que se trata de legislação fragmentária, às vêzes deficiente, geralmente mal redigida, e até contraditória. Em que pesem tantos e tão conhecidos defeitos, tôda ela, ou a maior parte dela, abriga um esforço para abrir caminhos novos, e tenta surpreender ou mesmo colaborar com uma realidade em mutação. E àqueles que argüem que essa deficiência de técnica seria indício de decadência do direito, seja-nos lícito responder com o exemplo da formação do direito comercial, e a observação do próprio RIPERT, de que essa incerteza de técnica pode ser tomada como inferioridade, mas contém um sintoma de vida e renovação que fascina ao intérprete.

Com efeito, foi essa legislação tão cheia de erros, contradições, impropriedades e omissões, que trouxe ao empresário o estímulo fiscal para abrir sua empresa — e o conceito de sociedade de capital aberto; que facultou o mecanismo do capital autorizado; que permitiu a emissão de debêntures corrigíveis e conversíveis em ações; que, pela primeira vez no Brasil, admitiu o uso das opções de compra de ações, a aquisição de ações pela própria sociedade; que colocou os primeiros problemas de *disclosure*, e se voltou para auditagens externas; que fixou normas para impressão de ações; que regulou a alienação fiduciária e — sobretudo — que tentou disciplinar a *selva selvaggia* do mercado financeiro.

O fato suscita, aliás, e desde logo, uma questão liminar: — será preferível prosseguirmos na técnica até aqui adotada, de elaborar leis que resolvam aspectos setoriais, que corrijam erros, omissões e contradições das anteriores, para depois partirmos, com maior experiência, para a reforma total da lei de anônimas, ou para um código de sociedades — ou já teremos alcançado o estágio que nos permite chegar à nova e completa lei de anônimas?

Em favor da primeira solução militar a circunstância de podermos prosseguir com uma “legislação experimental”, de mais

fácil aceitação pelo empresariado, porque a reforma se faria por etapas, e com maior presteza para solucionar os pontos mais críticos. Em favor da segunda alternativa fala bem alto o já possuímos alguma vivência das inovações introduzidas em nosso direito, e da necessidade — que se transformou em *communis opinio* — de sistematizarmos essas reformas, de lhes darmos alguma arrumação, até para ensejarem, com mais proveito, novas reformas.

Estou convencido, repito, de que na fase de desenvolvimento e transformação econômica que atravessamos, as leis que presidem as atividades econômicas, e suas instituições, terão que passar por muitas e freqüentes mudanças, terão mesmo que sofrer um processo permanente de experimentação e correção para que não percam a equação do tempo. Só agora começamos a ingressar na fase da “grande empresa”, e as vias modernas de comunicação concorrem, de forma decisiva, para acelerar aquela “permeabilidade” de instituições e praxes comerciais de todos os povos, que caminham para restaurar a condição originária do direito comercial — que era sua universalidade. Isto quer dizer — em termos práticos — que muitas instituições adotadas em matéria de anônimas nas praças mais desenvolvidas (não importa ainda discutir se boas ou más) começam a ser cogitadas pelo empresário brasileiro, embora ainda de todo inseguro ou perplexo quanto a seus efeitos.

Esse processo de transformação requer a contribuição indelegável e permanente do jurista, para incorporar novas instituições, remover as partes ressecadas do direito, abrir caminhos, e, em grande número de vêzes, como já referimos, humildemente observar, aprender com os usos e práticas mercantis, para só então, e escrupulosamente, legislar com parcimônia de textos sobre a matéria. Em outras palavras e em conclusão: *entendo que necessitamos não de um grande jurista junto a quem se coloque a encomenda de uma ou de várias leis novas; mas de um grupo permanente de estudo composto obviamente por juristas, mas com a colaboração de empresários e práticos, ao qual se cometa a tarefa, de inexcedível nobreza, de desobstruir os caminhos legais do desenvolvimento. Esse grupo de legisladores se incumbiria — a exemplo do que se tem feito em outros países — de estudar a reforma sistemática das leis, sem prejuízo de propor — enquanto não se consegue o ótimo — leis setoriais mais urgentes, exercendo uma espécie de “pronto-*

socorro” jurídico, enquanto se cuida, com a sabedoria que não prescinde do tempo, das grandes e ambiciosas codificações.

A êsse grupo de legisladores, gostaria de poder encaminhar e submeter algumas indicações que me parecem substanciais na reforma da legislação que disciplina as anônimas. É o que passo a expor:

— O primeiro ponto diz respeito à necessidade de o direito positivo consagrar uma realidade, qual seja a existência de duas sociedades sob forma anônima, isto é, a fechada e a aberta. A primeira, para a qual se legislou em 1940, é produto de economia familiar, em que dono e administrador se confundiam na mesma pessoa. Para ela, o elevado *quorum* previsto para as assembléias gerais, geralmente “de fachada”, os livros encadernados e impresos, a pequena publicidade (mais destinada a atender aos reclamos do credor que do acionista), as exigências de que só os sócios possam estar presentes à assembléia geral (excluídos os advogados e estranhos ao pequeno círculo familiar dos donos) a responsabilidade individual dos Diretores, mais próxima do gerente das sociedades de pessoas, o respeito sagrado ao direito de preferência do acionista — tudo tem ampla e excelente razão de ser. Mas, quando imaginamos essas mesmas regulações na grande S.A. aberta, o verdadeiro instrumento de mobilização de poupança popular, em que pessoa alguma detém mais que fração do capital social, em que essas ações mudam, a todo instante, de mão, e em que a grande maioria dos sócios não comparece às assembléias gerais, quando verificamos — como já ocorre na prática com as grandes empresas, como a Petrobrás, a Eletrobrás, a Light e algumas outras — que o número de acionistas sobe a milhares e mesmo centenas de milhares — e a negociação de suas ações envolve interesses enormes que atingem a economia do país, desde logo nos damos conta da necessidade de regulações inteiramente diferentes, porque, a rigor, estamos frente a um novo *genus*, um novo tipo societário que clama por uma disciplina própria.

Em verdade foram essas sociedades, as verdadeiras anônimas, que fizeram a revolução do século XX. Foram elas que criaram um conceito novo de propriedade, mobilizada no título de crédito que é a ação, e cujo valor se mede em termos de produtividade e rentabilidade da empresa; foram essas grandes corporações que separaram propriedade e gestão, que ensejaram o aparecimento do

administrador profissional, com responsabilidades peculiares, e, sobretudo, possibilitaram, no Ocidente, a formação da “grande empresa” — a unidade de trabalho do mundo moderno. Para essa grande anônima, impõe-se a edição de novas normas de administração, e de responsabilidade dos administradores, de proteção da minoria, de publicidade ou *disclosure*, de proteção fiscal, de prêmio aos administradores através do mecanismo de opção de ações — e outros mais. Correlatamente, perdem sentido as rígidas regras da preferência —, quando as ações são compradas e vendidas em Bolsa diariamente; o valor nominal das ações, quando o preço de mercado é o que interessa; o direito de voto, quando a maioria está dispersa e desinteressada; o *quorum* elevado das assembléias gerais, impossível de obter-se quando as coisas vão bem, dada a dispersão da poeira de acionistas; os livros escriturados à mão e encadernados, na era dos computadores, as normas de avaliação para incorporação de bens, o direito ao dividendo, e as normas de autofinanciamento, as convenções de votos, ou sua transferência a bancos — e tantos outros.

Pensamos, por isso, que o legislador, sem extinguir ou desconhecer o tipo de S.A. fechada — até porque a tendência é que ela evolua para a aberta — deveria adotar disciplina diferente para as grandes corporações com substancial participação do público, completando o trabalho iniciado com as leis fiscais.

Na disciplina dessa sociedade, colocaria em primeiro lugar, na escala de prioridade da Comissão que examinasse a reforma das leis comerciais, a parte referente à administração. Êste é, sem dúvida, o ponto crucial do problema, a merecer a atenção do legislador. Na sociedade fechada, em que o dono das ações é também o administrador e trata os Diretores como seus prepostos, é fácil de entendermos porque a assembléia geral — e assim o proclamava a doutrina — era o órgão máximo da instituição. Nas sociedades abertas, em que a titularidade das ações se dispersa na mão de muitos, o órgão maior não é a assembléia, é a administração. Esta é uma realidade de que a maioria das legislações modernas já se deu conta. Se necessário fôsse ainda invocar uma lição para acentuar a importância do problema, e o imperativo de dar-lhe prioridade absoluta, veja-se a opinião de MARCEL HAMIAUT, reproduzindo observações da Comissão Legislativa da Assembléia francesa,

a propósito da recente reforma da legislação societária (Lei de 24 de julho de 1966, e Decreto de 23 de março de 1967):

“Não há exagêro em dizer que as disposições da nova lei a respeito (da administração da S.A.) constituem a parte central não só do capítulo, mas igualmente da própria lei”.

É mais adiante, depois de referir-se ao ordenamento do assunto, na legislação alemã — de longe mais moderno e mais eficaz que o antigo direito francês:

“Pode-se, com certa razão, ver nas insuficiências do nosso direito comercial na matéria uma das causas da fraqueza do capitalismo francês, comparado aos sistemas capitalistas estrangeiros. Não é, pois, de surpreender que numa época em que o desenvolvimento do Mercado Comum exige a unificação do direito comercial europeu, ou ao menos a aproximação dos sistemas jurídicos dos seis países que assinaram o Tratado de Roma, o direito alemão aparece como modelo a seguir, ao invés do direito francês. É nesta direção que a Bélgica decidiu orientar-se, onde, aliás, a legislação em matéria de sociedade se apresentava até agora como mais próxima da nossa.

Assim, por iniciativa do Dr. CAPITANT e do relator, a Comissão propôs a adoção de artigos novos, inspirando-se nesses princípios”.

Esta citação é feita muito a propósito para salientar algumas lições, da maior atualidade, que nela se contêm, como a da necessidade de aprimoramento de instituições para o desenvolvimento da economia, da humildade do jurista francês diante da lição da lei alemã, e, mais que tudo, a importância central da administração no funcionamento da anônima.

Não se compadece com a extensão que, a contragosto, vai tomando êste trabalho, discutir, dentre os vários modelos de administração societária, qual o melhor e mais adequado ao Brasil, em seu estágio atual de desenvolvimento. Mas algumas conclusões não seria demais fixar, como parâmetros para discussão do assunto:

1.º) na grande empresa cada vez se torna mais nítida a importância da “tecnologia”, que a administra (na linguagem de GALBRAITH, hoje corrente), concebida em termos de equipe técnica, em confronto com os detentores do capital, os donos da empresa, vale dizer, com os acionistas; disso resulta que enquanto as decisões políticas devem ser reservadas a um colegiado desses acionistas (“board”, “conselho de vigilância”, “conselho de supervisão”, ou que nome se lhe dê), a execução deve ser entregue a administradores profissionais;

2.º) a especialização dos campos de atuação — político e técnico — que corresponderiam às duas realidades, sociedade comercial e empresa — deve traduzir-se em termos de responsabilidade efetiva dos técnicos perante o colegiado, e deste perante os acionistas e terceiros;

3.º) o colegiado a ser constituído pela assembléia geral dos acionistas, com poderes para escolher e destituir os técnicos e responsáveis pela administração ou execução, poderia, justamente por ser colegiado, ter participação e representação da minoria e do trabalho.

* * *

Outro ponto de excepcional importância na reforma projetada (e que a todo instante é focalizado nos estudos e pronunciamentos sobre o assunto) é o referente à proteção da minoria. Seja-nos facultado, em abono dessa importância, fazer mais uma citação na matéria, para invocar a lição de CLIVE SCHMITTOFF, em estudo que integra a coletânea *La società per azioni alla metà del secolo XX*, vol. II, pág. 663:

“As relações entre a maioria e minoria constituem a pedra de toque do progresso de qualquer sistema anônimo. Quanto mais primitivo, menos desenvolvida é a proteção que dispensa aos acionistas minoritários; quanto mais aperfeiçoado e evoluído se torna, mais articulada é a definição dos direitos da minoria”.

Mas, realmente, não conheço campo a exigir maior delicadeza de tratamento por parte do legislador que o referente a direito de

minoria. Não é demais observar que a lei de anônimas é um almejado ponto de conciliação entre três interesses distintos e às vezes contraditórios: o da administração, constituída pela maioria, o da minoria e o dos credores. Qualquer favorecimento a maior de uma das partes pode significar prejuízo para as outras, e, por via de consequência, a inviabilidade do instrumento. Daí porque, ao focalizar êsse ponto, me parece obrigatório acentuar que seria temerário, para dizer o menos, pretender reformá-lo sem um ponderado balanceamento de conveniências, e uma serena reflexão sôbre consequências.

Nossa lei relacionou num artigo — o art. 78 da Lei n.º 2.627, de 1940 — os direitos fundamentais dos acionistas, e em vários outros, cuidou do respeito ao direito da minoria, e estabeleceu uma sistemática de informações obrigatórias a serem prestadas ao público — como balanços, relatórios, etc. E a rigor, a grande defesa da minoria se faz através da informação, vale dizer, da divulgação, ou o que os americanos chamam de *disclosure*.

O Banco Central, ao disciplinar o registro de sociedades emisoras de títulos e valores, negociáveis em Bôlsa (Res. 88) adotou uma fórmula admirável de concisão e dramática para observância. Diz êle que os Diretores se comprometem a “revelar *prontamente* ao público tôdas as decisões tomadas pela Diretoria e Assembléia Geral com relação a dividendos ou diretos de subscrição ou *outros elementos relevantes que possam afetar os preços dos títulos ou valores mobiliários de sua emissão ou influenciar as decisões dos investidores*”.

Ora, esta fórmula, se cumprida estritamente, pode levar o administrador a graves dramas de consciência: em que momento deve levar ao conhecimento público o que se passa no interior da empresa e as decisões que toma em sua defesa — quando o comércio sempre se guiou pela norma de que “o segredo é a alma do negócio”? As más notícias, que exigem decisões heróicas, devem tôdas ser divulgadas, e prontamente? E se a divulgação — e seria tão comum — abalar a sociedade, o que seria pior para os acionistas?

Nos dois ou três últimos anos temos assistido, nos Estados Unidos, a uma sucessão de casos da maior gravidade, e que têm deixado os autores perplexos, na hipótese inversa, isto é, de perspectiva de lucros excepcionais, de bons negócios já encaminhados,

de descoberta de minas, e outros... Um caso que se tornou famoso foi o da Texas Gulf. Esta empresa descobriu uma fabulosa mina de prata no Canadá, e, antes de divulgada a notícia, os diretores compraram ações, aproveitando-se dos primeiros informes que chegaram ao seu conhecimento; quando as ações, em decorrência de um comunicado por êles distribuído às Bolsas, subiram muito, a S.E.C. instaurou rumorosa investigação que redundou na inculpação de todos os Diretores. Este caso — publicado nas revistas especializadas — suscitou problemas da maior gravidade para todos os administradores, a ponto de se pensar que haveria renúncias em massa a êsses postos, pelos riscos que envolviam. Isto não ocorreu, pelo menos ao que se saiba, mas é bem indicativo da zona de extrema delicadeza em que nos encontramos.

Por outro lado, entre a norma do Banco Central e a realidade de nosso dia a dia, em que se sabe e se acha natural que Diretores de grandes empresas, algumas até mistas, revelem aos íntimos, e só a êles, qual vai ser o dividendo a ser votado, ou se haverá ou não bonificação em ações, esquecidos ou inconscientes de que estão com isso furtando o acionista que vendeu suas ações, porque não dispunha dessas informações — a distância é realmente grande.

Essas considerações evidenciam que a proteção ao acionista deve ser entendida e estruturada num grande painel, no qual, além daqueles direitos intangíveis, se encontram as normas e praxes que buscam a melhor administração, que permitem a rápida e eficaz apuração de responsabilidade dos administradores, que coíbem as decisões de assembléias gerais viciadas por abusos da maioria (ou mesmo de minorias), que disciplinam a contabilidade, e sobretudo um eficiente e responsável sistema de informação e publicidade.

Em termos objetivos, proporia fôssem consideradas as seguintes providências:

1.º) adoção de um balanço-padrão. Sabemos todos que a contabilidade, além de “bússola do comerciante”, na frase cunhada, é, sobretudo nas anônimas, que devem publicar balanço e conta de lucros e perdas, elemento essencial para garantia dos credores. Todavia, também sabemos que não poucas vezes o comerciante usa a bússola só para si, e às vezes para o imposto de renda, e o credor procura garantir-se através de mecanismos próprios. Resta, desinformado, o acionista, vítima fácil de artifícios contábeis, por

desconhecer a intimidade da vida social. GUESTEU PIRES — que deu contribuição substancial, nesta parte, ao Decreto-lei n.º 2.627, de 1940 — manifestou-se contrário ao sistema alemão, que adotava o balanço-padrão porque entendia que apresentava o inconveniente de “prender tôda a contabilidade social em fórmulas demasiado minuciosas ou demasiado rígidas”. Realmente a lei vigente representou grande progresso na matéria, mas, depois dela, as normas contábeis sofreram uma rápida evolução, causada, sobretudo, pelas regras de correção monetária, progressivamente adotadas pela legislação do impôsto de renda. Ora, a experiência adquirida na matéria já permite ao legislador brasileiro formular as normas do balanço-padrão, essencial à perfeita informação de credores e acionistas. Sem pretender ampliar em demasia a discussão do tema, acrescentamos apenas que a recente lei alemã de anônimas, de 1965, reformou, exatamente, as partes referentes a direitos dos acionistas, ao contrôle da administração e à contabilidade e balanços, visando, sobretudo, a revelar a existência e a veracidade das reservas e dos lucros.

2.º) auditoria externa obrigatória, através de firmas sujeitas à responsabilidade civil e criminal por seus pareceres, e supressão do conselho fiscal, por total ineficiência. A fiscalização, durante o exercício, da atividade dos administradores, deve ser feita através do “conselho de supervisão”, a que já nos referimos, e no qual deve ser assegurada a participação da minoria.

3.º) obrigação de a administração prestar ampla informação aos acionistas, e às bolsas de valores, sobre fatos que possam influir na cotação das ações — e, basicamente, a declaração de dividendos e bonificação em ações. Para tanto pensamos que deveríamos reservar ao “conselho de supervisão”, como representante dos acionistas, o poder de declarar dividendos e bonificações, com imediata comunicação às bolsas — ao invés das caricatas propostas à assembléia geral, que só depois de aprovadas e publicadas poderiam produzir efeitos.

4.º) obrigação de pagar dividendos, ocorrendo lucros no exercício, coibindo o autofinanciamento abusivo de grande número de anônimas.

5.º) obrigação de os administradores revelarem, na assembléia geral, a pedido de qualquer acionista; a) número de ações que compraram ou venderam no exercício anterior, diretamente ou

através de terceiros; b) vantagens auferidas; c) volume das opções de compra asseguradas pela sociedade.

6.º) finalmente — e o ponto me parece de real importância — validação das práticas de representação de acionistas e convenção de votos nas assembléias gerais. Talvez cause estranheza o fato de vir o tema arrolado na parte em que se discutem direitos dos acionistas, e proteção de minorias, quando, em geral, é êle apontado como destruidor da “democracia de capital” que se visaria a atingir. Realmente, como diz ANTONIO PEDROL, autor de um dos melhores trabalhos sobre o assunto, o legislador, e mesmo os estudiosos, sempre que se defrontam com êsses “monstros abissais”, preferem esquecê-los, e esperar que retornem às profundezas de onde emergiram. Isto vem de uma falsa equiparação entre voto de acionista e voto do cidadão, que são substancialmente diversos: — o acionista não tem dever de votar, e terá direito a tantos votos quantos puder comprar em ações. Uma assembléia geral não é uma festa cívica, mas uma reunião “de sacos de dinheiro” que votam, como se disse alhures. Ora, nenhuma restrição deve ser oposta ao fato de o acionista buscar conselho ou proteção de quem entende mais, e a quem transfere sua representação nas assembléias, para defesa de seus interesses legítimos. Daí as associações protetoras de acionistas, os sindicatos de acionistas, os *voting trusts* da prática americana, e o depósito das ações nas instituições financeiras, como ocorre na Alemanha. A literatura desses países acusa abusos por parte de algumas dessas práticas — mas os benefícios têm sido grandes, em defesa dos acionistas menores. Dadas as condições do Brasil, penso que seria de todo salutar incentivar a praxe do depósito das ações em instituições financeiras, que exerceriam a representação dos depositantes nas assembléias gerais das sociedades. Por outro lado essa praxe — como a das convenções de voto, aliás não proibidas em nossa legislação — permite formar nas sociedades abertas a “maioria pré-constituída”, que concorre salutarmente para emprestar tranqüilidade e eficiência à administração e à vida da sociedade.

* * *

Outro ponto a ser focalizado é o referente aos títulos e valores mobiliários, de emissão das S.A. Êsses títulos constituem, sa-

bemos todos, uma das chaves mestras do sucesso da sociedade anônima na mobilização da poupança, pois através dêles é que conseguem realizar o milagre de associar num mesmo empreendimento tantos milhares e até milhões de investidores. Neste campo se faz sentir — como talvez em nenhum outro — a inventiva humana, associando a garantia e rentabilidade para lograr a preferência do aplicador de capitais. É também a zona em que — como já foi observado — empresários e impostores tangenciam, quando não se confundem.

No Relatório Geral que apresentou ao Congresso de Direito Internacional Comparado, de Londres, 1950, e que integra seus *Studi di Diritto Comparato*, sobre o tema “ações sem valor nominal”, TULLIO ASCARELLI põe em relêvo “a tendência norte-americana de não determinar limites na criação de títulos e portanto a permitir tôdas as diversidades que a prática venha a aconselhar e na extensão que o caso concreto permita realizar”. E conclui: “daí a extrema riqueza dos títulos acionários no mercado norte-americano em contraposição àquilo que poderia ser chamado a rigidez do mercado europeu”. Com efeito, a variedade de *securities* do mercado americano deixa os próprios autores americanos que examinam a matéria algumas vêzes confusos. Além de nossas conhecidas ações ordinárias e preferenciais, e das debêntures, há uma gama de títulos chamados “híbridos”, em que se misturam características de um e outro título: assim, as debêntures perpétuas, com direito a participação nos lucros, ou ações com dividendos garantidos, as promessas de vendas de ações (*stock purchase warrants*), e muitos outros. Ainda agora, na guerra que nos últimos dois ou três anos vem dominando o mercado de títulos americano — dirigida pelos *raiders* para a formação dos “conglomerados” — a grande arma usada têm sido os títulos oferecidos aos investidores, com as mais hábeis combinações de vantagens, visando sobretudo a assegurar maior rentabilidade e menor incidência do imposto de renda.

Essas observações são feitas para indicar que na matéria — como em tantas mais — o legislador terá que optar entre a rigidez de uma regulamentação exaustiva, e o risco de uma liberdade que pode ensejar abusos. Quanto a nós, não cremos que as regulações afastem os desonestos, e estamos certos de que inibem os mais capazes. Daí porque advogamos conceda o legislador, nesse campo,

maior liberdade ao empresário, ou pelo menos certa flexibilidade, que deverá refletir-se a curto prazo em estímulo ao mercado de capitais.

Nessa mesma ordem de idéias, e apenas para não nos omitirmos sobre tema que começa a aparecer em algumas publicações, devo esclarecer que julgo perfeitamente possível a adoção entre nós das ações sem valor nominal, que podem ser de utilidade em certos casos, desde que satisfeitos alguns pressupostos.

A introdução das ações sem valor nominal no direito americano se deveu ao que o legislador considerou o perigo da superavaliação de bens incorporados ao capital social — fazendo com que o valor real da ação se afastasse, já no nascedouro, do valor nominal, com prejuízo para o subscritor, ou investidor de boa-fé. Por outro lado, a solução servia, com particular adequação, para superar a dificuldade de colocar ações de emprêsas que tinham sofrido perda de capital, isto é, quando o valor real da ação se tornava inferior ao nominal. As ações sem valor nominal têm sido adotadas por número crescente de emprêsas — sobretudo, grandes emprêsas.

É inegável que a proibição de emitir ações abaixo do valor nominal — e que não deve ser abandonada, ao contrário do que propõe a Bôlsa de Valôres de São Paulo — torna realmente difícil, senão impossível, sem a operação de saneamento financeiro (isto é, sem a prévia redução do capital social ao valor do ativo líquido), a obtenção de capital nôvo. E para isto a ação sem valor nominal é solução. Por outro lado, inexistindo valor nominal, desaparece a enganadora praxe de bonificações como produto de correção monetária. É também verdade que o valor nominal da ação só tem sentido no instante da constituição da S.A., pois a partir daí o valor real flutua. Finalmente, os outros pontos em que o valor nominal é a referência — como os dividendos percentuais, valor das novas ações a serem emitidas, e outros pouco mais — não me parecem de relevância. Acresce ainda ponderar que também não procedem, a nosso ver, as críticas, como as de ASCARELLI, a êsses títulos, que feririam a igualdade dos acionistas, assegurando a mesma participação na sociedade, inclusive de voto, a sócios com prestações diversas (os variados valôres de colocação das ações): pensamos que o mesmo ocorre com a emissão de ações com ágio, e até diria, em todos os casos de aumento de capital so-

cial, porque nunca o valor real da ação é precisamente o nominal, prestado pelos primeiros sócios da S.A.

Mas há dois aspectos que nos parecem fundamentais, e que devem ser atendidos em qualquer regulação do assunto. O primeiro diz respeito à necessidade de manter o conceito de capital social, como garantia dos credores, e que informa tôda a legislação de S.A. dos países de tradição romanística. Embora tal conceito não seja incompatível com a adoção das ações sem valor nominal, a verdade é que êle começou a ser abandonado nos Estados Unidos por via dessas ações. Realmente, os princípios de realidade e intangibilidade do capital social não foram diretamente atingidos pela lei de 1912, do Estado de Nova Iorque, que introduziu as ações sem valor nominal, mas foi a partir de então — como já se assinala na célebre pesquisa que, no início da década de 1930, BERLE e MEANS realizaram para a Universidade de Colúmbia — que começou o abandono dêsse conceito, afinal relegado ao esquecimento nas chamadas “leis liberais” do Estado de Delaware. Pensamos que nossa lei não deve transigir a êsse respeito, determinando seja integralmente levado à conta de capital social todo o produto da venda de ações.

Outro aspecto que nos parece de importância substancial na matéria é o da responsabilidade dos administradores de sociedades que podem emitir ações de valores diversos. Sem a prévia solução do grave problema da administração da sociedade não parece aconselhável permitirmos a extrema variação de valores de venda de ações que enseja o título sem valor nominal. Daí porque, embora julgando útil a adoção dessas ações, temos pouco entusiasmo pela solução, que só deve ser considerada quando disciplinada a responsabilidade dos administradores da sociedade e a publicidade da vida societária.

* * *

Além dêsses pontos — e dos correlacionados com as inovações que vimos de cogitar, e que parecem basilares numa reforma da lei de anônimas —, muitos outros poderiam ser indicados como merecedores de regulação ou reformulação.

Assim, o tema de fusão e incorporação das sociedades, que está a requerer o benefício de novas normas comerciais e contá-

beis — enquanto não ingressamos na prática (talvez já em início de declínio nos Estados Unidos) do *take over*, e dos conglomerados.

A parte penal da lei de S.A. também teria que ser alterada, em função das inovações que a reforma viesse a consagrar, sobretudo na parte de administração.

A extinção das partes beneficiárias — títulos que, via de regra, não visam a mobilizar poupanças, mas a distribuir favores à custa da sociedade — é providência que se impõe, pelo menos enquanto permanecer sob a atual regulação —, a exemplo do que fez a recente reforma da legislação francesa, em cujo solo tiveram origem.

Novos modelos, mais simples e objetivos, de atas de assembleias, devem ser adotados.

Escuso-me de enumerar outros pontos. Não pretendo tomar, por mais tempo, a atenção do ilustre auditório para explicar porque julgo longo e difícil o caminho da imprescindível reforma das anônimas.

O louvável esforço representado pelos estudos das associações de classe, pelas sugestões dos práticos, pela opinião dos doutos — e que reponta no noticiário dos jornais, e traduz o clamor dos homens de empresa — precisa ser ativado para impulsionar o processo da reforma. Mais ainda, deve tornar-se objeto de um trabalho organizado e sistemático, que proceda à triagem dessas colaborações, algumas da maior valia, que as confronte com as soluções adotadas pelas grandes reformas legislativas do mundo de hoje — sobretudo as da Alemanha, da França e da Inglaterra —, que proceda ao balanço das exigências e condições de nosso meio, para afinal chegar à reforma — tanto mais urgente quanto mais se impõe prepararmos os caminhos do desenvolvimento da economia brasileira em termos de livre empresa.