Eduardo Goulart Pimenta

DIREITO SOCIETÁRIO

PUC Minas
Programa de Pós-graduação em Direito

19

DIREITO
UFMG 1892

O presente trabalho contém a apresentação e análise unificada dos institutos de Direito Societário e se estrutura, como não poderia deixar de ser, nas companhias e sociedades limitadas, formas adotadas quase que unanimemente como instrumentos para o exercício coletivo da atividade econômica. Os temas são organizados a partir dos princípios constitucionais regentes da atividade empresarial e do mercado e passam, em sequência, pela formação da relação societária e da pessoa jurídica, pelos direitos e deveres dos sócios, estruturação do capital social, composição organizacional, deveres e atribuições dos administradores, relações intersocietárias e, ao final, pela análise das possibilidades jurídicas de rompimento total ou parcial dos vínculos societários. Além disso, o trabalho aborda a estrutura jurídica do mercado de valores mobiliários, de forma a apresentar de maneira sistemática e aprofundada os seus principais agentes e mecanismos de negociação. Por fim, ressalte-se que há ainda uma parte especialmente dedicada ao estudo da governança corporativa e das relações de agência que perpassam a sociedade, temas que hoje se mostram fundamentais para a adequada compreensão dos tipos societários em geral e, em especial, das companhias. Trata-se de um livro indicado tanto para o estudo do Direito Empresarial na graduação quanto também para utilização em grau de pós-graduação ou como bibliografia para profissionais de diversas áreas e que atuem direta ou indiretamente com as diferentes modalidades de sociedades.

Eduardo Goulart Pimenta é Doutor e Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da UFMG; Professor Adjunto de Direito Empresarial na UFMG e PUC/MG; Membro do Corpo Permanente do Programa de Pós-graduação stricto sensu – mestrado e doutorado – da PUC/MG (Capes 6); Procurador do Estado de Minas Gerais; Advogado e consultor em Direito Empresarial.

editora fi
www.editorafi.org
9 788556 960733

CC BY SA

DIREITO
SOCIETÁRIO

Comitê editorial da

Série
Ciências Jurídicas & Sociais

Liane Tabarelli, PUCRS, Brasil

Marcia Andrea Bühring . PUCRS, Brasil

Orci Paulino Bretanha Teixeira, Ministério Público do Estado do Rio Grande do Sul

Voltaire de Lima Moraes, PUCRS, Brasil

Thadeu Weber, PUCRS, Brasil.

DIREITO SOCIETÁRIO

Eduardo Goulart Pimenta

Doutor e Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade de Direito da UFMG
Professor Adjunto de Direito Empresarial na UFMG e PUC/MG
Membro do Corpo Permanente do Programa de Pós-graduação *stricto sensu* – mestrado e doutorado – da PUC/MG (Capes 6)
Procurador do Estado de Minas Gerais
Advogado e consultor em Direito Empresarial

PUC Minas
Programa de Pós-graduação em Direito

DIREITO UFMG 1892

editora fi

Direção editorial: Liane Tabarelli
Marcia Andrea Bühring
Orci Paulino Bretanha Teixeira
Voltaire de Lima Moraes

Diagramação e capa: Lucas Fontella Margoni

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.

Todos os livros publicados pela Editora Fi estão sob os direitos da Creative Commons 4.0

https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.pt_BR

Série Ciências Jurídicas & Sociais - 19

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

PIMENTA, Eduardo Goulart.

Direito societário. [recurso eletrônico] / Eduardo Goulart Pimenta -- Porto Alegre, RS: Editora Fi, 2017.

633 p.

ISBN - 978-85-5696-073-3

Disponível em: http://www.editorafi.org

1. Direito Societário; 2. Sociedade empresarial; 3. Empresa; 4. Pessoa jurídica; 5. Direito empresarial. I. Título. II. Série.

CDD-340

Índices para catálogo sistemático:

1. Direito 340

Para Luciana

SUMÁRIO

CAPÍTULO I - O REGIME JURÍDICO-CONSTITUCIONAL DA EMPRESA E DAS SOCIEDADES EMPRESÁRIAS NO DIREITO BRASILEIRO 17

1 – Análise econômica da empresa e do mercado 17

2 – A Empresa e o Direito 21

3 – A regulação da Empresa e do mercado na Constituição Federal 24

3.1 – Normas constitucionais e a empresa 25

3.2 – Normas constitucionais e o mercado 27

4 – As sociedades empresárias e sua contextualização no Direito brasileiro 31

5 – Direito societário e risco: a limitação de responsabilidade 33

6 – A Sociedade Limitada e a Sociedade Anônima: uma análise econômica e comparativa de seu regime jurídico 38

CAPÍTULO II - CONSTITUIÇÃO DE SOCIEDADES: DO CONTRATO SOCIAL À PESSOA JURÍDICA 48

1 – Sociedade Limitada: a natureza plurilateral do contrato social e sua disciplina no Código Civil 48

2 – A constituição da personalidade jurídica da sociedade 57

3 – O contrato de Sociedade Limitada e suas cláusulas essenciais 60

4 – A constituição da sociedade anônima e suas peculiaridades 64

5 – A dicotomia fundamental das sociedades anônimas: companhias abertas e fechadas 70

6 – A affectio societatis e a caracterização dos vínculos societários nas companhias abertas, fechadas e sociedades limitadas 74

CAPÍTULO III - ESTRUTURA E FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS 79

1 – Captação de poupança e intermediação financeira 79

2 - O Mercado de Valores Mobiliários 84

3 – A Bolsa de valores e suas atribuições no mercado de valores mobiliários 88

4 – O Mercado de balcão: caracterização e modalidades 96
5 – A Comissão de valores mobiliários 100
6 – A Comissão de Valores Mobiliários e o Poder Judiciário 107
CAPÍTULO IV - VALORES MOBILIÁRIOS: CARACTERIZAÇÃO E ESPÉCIES NO DIREITO BRASILEIRO 112
1 – As definições normativa e abstrata de valores mobiliários 112
2 – O Mercado de Derivativos 118
3 – Os Fundos de investimento 127
4 – A Securitização 131
5 – *Cross listing, American Depositary Receipts* (ADR´s) e *Brazilian Depositary Receipts* (BDR´s) 138
6 - Debêntures 142
7 – Partes beneficiárias e Bônus de subscrição 151
CAPÍTULO V - AÇÕES, QUOTAS E DIREITOS DE SÓCIO 153
1 – Ações: espécies e formas 153
2 – A quota social 160
4 – Critérios de avaliação de ações e quotas 172
4.1- O capital social e o valor nominal da ação ou quota 173
4.2 – Valor patrimonial da ação ou quota: sua utilidade e forma de obtenção 175
4.3- Valor da ação no mercado primário: seu preço ou valor de emissão 179
4.4- preço de cotação de uma ação: seu valor no mercado secundário 182
4.5- O valor de negociação de quotas ou ações de companhias fechadas 187
CAPÍTULO VI - O CAPITAL SOCIAL E SUAS ALTERAÇÕES 194
1 – Capital social: integralização e funções 194
2 – A distinção entre capital e patrimônio social 203
3 – Aumento do capital social: hipóteses e procedimentos 207
4 - Redução do capital social 219

5 – Os procedimentos de abertura e fechamento de capital social: mecanismos de colocação ou retirada de uma companhia no mercado de valores mobiliários..... 222

6 – Os Juros sobre Capital Próprio e a remuneração do sócio..... 233

CAPÍTULO VII - AS DELIBERAÇÕES SOCIAIS E O DIREITO DE VOTO DOS SÓCIOS 238

1 – Deliberações sociais: a soberania da vontade dos sócios em relação aos atos da sociedade 238

2 – Deliberações sociais: uma comparação entre sua concepção teórica e a realidade fática..... 241

3 – O órgão deliberativo nas Sociedades Anônimas e nas Sociedades Limitadas: Assembleia Geral de Acionistas, Assembleia e Reunião de Sócios..... 245

4 – Das formalidades essenciais à deliberação dos sócios 249

4.1 – Formalidades de convocação..... 250

4. 2 – Formalidades de instalação e deliberação..... 255

5 – Representação dos sócios, voto e deliberações à distância 260

6 - O direito de voto nas deliberações sociais: características e condições de validade 264

7 - Voto estratégico, voto conflitante e voto abusivo: caracterizações e efeitos 270

CAPÍTULO VIII - CONTROLE SOCIETÁRIO: CARACTERIZAÇÃO E MODALIDADES NO DIREITO BRASILEIRO.....275

1 – Poder de Controle societário..... 275

2 - Controle societário e controlador - conceito, distinções e fundamentos 276

3 - Os conceitos de sócio majoritário, sócio controlador e do controlador no direito brasileiro 280

4 - O controle exercido por sócios da sociedade - controle interno 283

4. 1 - Controle majoritário..... 283

4. 2 - Controle minoritário..... 285

4. 3 - Controle conjunto e controle indireto..... 286

5 - O controle externo: sua definição e tratamento no direito brasileiro 288

5. 1 - Controle gerencial 288

5. 2 - Controle econômico *290*

5. 3 - Controle contratual *291*

6 – As modificações no poder de controle decorrentes de compra e venda de ações 292

7 – A oferta pública de compra de ações como condição para a transferência de titularidade das ações do controlador de companhia aberta – Art. 254-A da Lei n. 6.404/76 301

8 – A oferta pública para compra de ações como meio de aquisição do poder de controle sobre uma companhia aberta: art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76 306

9 – Ofertas hostis e pílulas de veneno 309

10 – Sociedades coligadas e participações recíprocas 316

CAPÍTULO IX - ACORDOS DE SÓCIOS E A UNIFORMIZAÇÃO DE DECISÕES CORPORATIVAS 320

1 – Aspectos gerais 320

2 – Estrutura e classificações 321

2.1 – quanto às partes *321*

2.2 – quanto ao objeto *325*

2.3 – quanto à forma *331*

3 – O Acordo de acionistas e suas repercussões sobre o processo de tomada de decisões na companhia 334

4 – Acordo de acionistas e sociedade holding como instrumentos de uniformização de decisões societária: uma abordagem comparativa 338

5 - A regra da execução específica do acordo de acionistas e seus reflexos sobre o comportamento estratégico dos contratantes 340

6 - Acordo de quotistas 345

CAPÍTULO X - ADMINISTRAÇÃO DE SOCIEDADES: COMPOSIÇÃO, ATRIBUIÇÕES E DEVERES 349

1 – Caracterização legal e atribuições do administrador 349

2 – Natureza jurídica da relação entre administrador e sociedade empresária administrada 351

3 – A separação entre a propriedade e a gestão das sociedades empresárias 354

4 – Administração singular e colegiada na legislação brasileira 357
5 – A administração de sociedades no Código Civil 363
6 – Administração e sua disciplina nas sociedades anônimas 368
7 – Principais deveres do administrador de sociedades no Código Civil e na Lei n. 6.404/76 371
8 – A responsabilização judicial dos administradores de sociedades empresárias no Código Civil e na Lei n. 6.404/76 387
9 – Partes relacionadas e conflito de interesses na contratação 391
CAPÍTULO XI - CONFLITOS DE AGÊNCIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA 396
1 – processo decisório nas sociedades anônimas 396
2 – Variações no processo decisório corporativo 401
3 – Monitoramento de decisões corporativas 406
4 – Conflitos de agência e sua importância para o estudo das sociedades anônimas 409
5 – Principais conflitos de agência e sua regulação pelo direito societário 414
CAPÍTULO XII - CONSELHO FISCAL E OUTROS INSTRUMENTOS DE FISCALIZAÇÃO DAS ATIVIDADES SOCIAIS 422
1 – Os instrumentos legais de fiscalização das companhias e seu papel na redução dos conflitos de agência 422
2 – O Conselho fiscal como instrumento de mitigação dos conflitos internos de agência 425
2.1 – Características gerais do Conselho Fiscal 425
2.2 – As atribuições legais do Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas e nas Sociedades Limitadas 431
2.3 – Conselho fiscal e a redução dos conflitos de agência nas sociedades anônimas 434
3 – A fiscalização externa e os custos de agência no contexto das sociedades anônimas 439
4 – Os padrões normativos de transparência dos negócios da companhia e seus reflexos sobre os conflitos de agência 442

5 — Os custos e benefícios da transparência compulsória nas companhias brasileiras: uma análise sob as perspectivas micro e macroeconômica 446

CAPÍTULO XIII - RELAÇÕES E ESTRUTURAS JURÍDICAS ENTRE DUAS OU MAIS SOCIEDADES: PARCERIAS E CONCENTRAÇÃO EMPRESARIAL..... 452

1 - Origem e conceituação das parcerias empresariais ou Joint Ventures..... 452

2 - Espécies..... 454

3 — Contratos de parceria empresarial típicos: Os grupos de sociedades na Lei n. 6.404/76..... 456

4 — Os Grupos de direito na Lei n. 6.404/76 458

5 — Os Consórcios de empresas como parcerias empresariais contratuais típicas..... 466

6 — Concentração empresarial: as operações de fusão e incorporação no direito brasileiro..... 469

7 — Cisão e transformação de sociedades 479

8 — A unipessoalidade societária: sociedade subsidiária integral no direito brasileiro..... 483

CAPÍTULO XIV - TEORIA DA EMPRESA E RELAÇÕES INTERSOCIETÁRIAS: ANÁLISE ECONÔMICA DO DIREITO E CONCENTRAÇÃO EMPRESARIAL..... 489

1 — Concentração empresarial 489

2 — A Teoria da Empresa e sua relação com os institutos reguladores das operações de concentração ou parceria empresarial 492

3 — As operações jurídicas de concentração e parcerias empresariais sob o prisma do exercício centralizado ou descentralizado da atividade econômica 503

4 — Concentração ou parceria empresarial: apontamentos sobre custos e benefícios de cada uma das opções 510

CAPÍTULO XV — DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE E APURAÇÃO DOS HAVERES DE SÓCIO 523

1 — Dissolução parcial de sociedade: caracterização 523

2 - O recesso societário 524

3 - Exclusão de sócio 534

3.1 — Exclusão extrajudicial de sócio por violação ao dever de integralização 535

3.2 – Exclusão extrajudicial de sócio por violação ao seu dever de colaboração 538

3.3 – Exclusão judicial de sócio 544

3.4 - Hipóteses de exclusão de acionista previstas no direito brasileiro 546

4 – A penhora de quotas ou ações e a falência do sócio como espécies de dissolução parcial de sociedade 548

5 - O falecimento de sócio e seus efeitos sobre a sociedade 551

6 - Apuração de haveres do sócio e seu regime jurídico no Código de Processo Civil, Código Civil e Lei n. 6.404/76 557

CAPÍTULO XVI - DISSOLUÇÃO E LIQUIDAÇÃO TOTAL DE SOCIEDADES 576

1 – Dissolução de sociedade: caracterização e fases 576

2 – Dissolução em sentido estrito: o fim do contrato social e da relação entre os sócios 580

2.1 – As causas extrajudiciais de dissolução de sociedade 580

2.2 – As causas de dissolução judicial de sociedade 587

3 – A liquidação do patrimônio social 592

3.1 – O liquidante da sociedade 593

3.2 – A liquidação judicial de sociedade 598

4 – A extinção da sociedade e o fim da pessoa jurídica 600

5 – Dissolução e liquidação de fato: sua caracterização e efeitos jurídicos e econômicos 601

6 – A responsabilidade pelas obrigações não quitadas durante a liquidação da sociedade 607

OBRAS CITADAS 610

CAPÍTULO I

O regime jurídico-constitucional da empresa e das sociedades empresárias no direito brasileiro

1 – Análise econômica da empresa e do mercado

A empresa é uma realidade cuja definição ainda é, tanto no campo econômico[1] quanto - e talvez até mais - na seara jurídica, cercada por vários debates e incertezas.

Isto, porém, não impede que se aponte, com relativa segurança, algumas características fundamentais desta que é, indubitavelmente, um dos mais importantes elementos sobre os quais está baseado o atual sistema econômico.

Historicamente, o surgimento da empresa como forma de atuação econômica remete especialmente ao Século XVIII, quando a economia feudal (basicamente agrícola e artesanal) é definitivamente preterida por outro modelo, de feição capitalista e empresarial.

Esta significativa mudança está ligada à conjunção de diversos fatores que contribuíram, cada um a seu modo, para a profunda alteração na forma pela qual as pessoas passaram a produzir ou fazer circular bens e serviços.

As inovações tecnológicas da época - como, por exemplo, a máquina a vapor - acrescentaram à atividade

---

[1] HAHN. Frank. General Equilibrium Theory. (In:) BELL. Daniel. KRISTOL. Irving. *The Crisis in Economic Theory*. Basic Books. New York. 1981. Pg. 131.

produtiva aspectos até então desconhecidos e que permitiram aos agentes econômicos a otimização e transformação dos recursos naturais disponíveis (matéria-prima) de modo sistemático e em escala até então nunca vista. A produção de bens torna-se, então, eminentemente manufatureira e não mais apenas artesanal e agrícola, como no período medieval.

A efetiva organização de sistema bancário e de crédito permitiu, a seu turno, maior e mais fácil acesso ao capital àqueles indivíduos que pretendiam dedicar-se a atividade produtiva. Aumentou-se, com isso, o potencial produtivo dos empreendendores e sua capacidade de agrupamento de matérias-primas, tecnologia e trabalho.

A divisão do trabalho, por sua vez, permitiu o exponencial crescimento da produção manufatureira de bens[2] e revelou outro aspecto constitutivo daquilo que viria a ser a moderna empresa.

Tem-se, então, a partir deste período histórico - comumente denominado Revolução Industrial – o nítido surgimento de um modo de produção baseado na organização, por um determinado agente empreendedor, de diferentes elementos (matéria prima, tecnologia, capital e trabalho) com vistas à geração de bens em quantidades excedentes, destinadas ao consumo de terceiros.

É a esta organização econômica dos fatores de produção - ou insumos - para a produção ou circulação de bens e serviços que se passou a chamar de empresa,

---

[2] Na economia feudal o mesmo artesão em regra cuidava de todo o processo produtivo, desde a extração da matéria prima até a comercialização do produto final. WILLIAM PETTY e posteriormente ADAM SMITH foram incisivos ao salientar a importância da divisão do trabalho no processo produtivo como instrumento de ampliação da capacidade econômica da sociedade. Neste sentido, confira: SMITH. Adam. *Riqueza das Nações*. Ed. Hemus São Paulo. 2003. Pg. 2 e segs. JORDAN. Thomas E. *Sir William Petty, 1623-1687: the genius entrepreneur of seventeenth-century* Ireland (Lewiston 2007).

realidade sobre a qual se construiu os alicerces da economia capitalista.

Foi já na primeira metade do Século XX que Ronald Coase acrescentou novas e importantes nuances à visão econômica da empresa. Em texto publicado em 1937[3], Coase explica a empresa a partir do chamado mecanismo de preços.

Segundo ele a empresa é, em essência, uma forma de produção desenvolvida para redução de determinados custos - posteriormente chamados de custos de transação[4] - que hoje representam importante variável tanto na Economia quanto também para o Direito.

Em Coase a empresa é tomada como um conjunto de contratos de duração prolongada firmados por um empreendedor com o objetivo de organizar os fatores de produção ou insumos.

Ainda segundo Coase, a forma empresarial - ou verticalizada - de produção é empregada uma vez que reduz os custos inerentes à obtenção descentralizada - ou horizontal - destes mesmos insumos no mercado.

O texto lança a ideia de custos de transação ao propor que a empresa, como forma verticalizada de exercício da produção ou distribuição de bens ou serviços, existe em virtude da redução dos custos inerentes à

---

[3] COASE. Ronald. The Nature of the firm. (In:) COASE. Ronald H. *The Firm, the Market and the Law*. The University of Chicago Press. Pg. 33 a 56. Edição original: ECONOMICA, IV, November 1937, pgs. 386/405.

[4] Custos de transação são, em essência, aquilo que se precisa pagar ou de que se deve abrir mão para constituir, manter, proteger ou transferir os direitos e deveres decorrentes de uma relação contratual. *"(...) at the microlevel, transaction costs consist of those costs associated within contracting between private parties."* MERCURO, Nicholas. MEDEMA, Steven G. *Economics and the law – from Posner to Post-Modernism.* New Jersey: Princeton University press. 1999, p 131.

aquisição destes mesmos fatores de produção de forma descentralizada, no mercado.[5]

O mercado é, ao lado da empresa, outra realidade não menos importante no atual contexto econômico.

Há, no campo da Economia, diversas definições de mercado. Particularmente pertinente é aquela que concebe o mercado simplesmente como um grupo de compradores e vendedores de um determinado bem ou serviço[6].

Nesta perspectiva, são pressupostos de existência do mercado a geração de excedente na produção de bens ou serviços, a existência de mecanismos econômicos e jurídicos que viabilizem a troca na titularidade deles e o objetivo de lucro na realização destas transações.

A empresa tem no mercado seu local de nascimento, sobrevivência e crescimento. É no mercado que a empresa transaciona com os bens e serviços que produz e proporciona, ao seu titular, o lucro por ele objetivado.

A liberdade de mercado implica na existência de um ambiente econômico e jurídico no qual tanto a produção quanto a troca e o consumo são livremente definidos pelos agentes deste mercado.

Portanto, a liberdade dos agentes econômicos decidirem sobre o quê, quanto, quando, onde e como produzir, trocar ou consumir bens e serviços está

---

[5] *"A firm had therefore a role to play in the economic system if it were possible for transactions to be organized within the firm at less costs than would be incurred if the same transactions were carried out through the market. The limit to the size of the firm would be set when the scope of its operations had expanded to the point at which the costs of carrying out the same transactions through the market or another firm"*. (COASE. Ronald. The Nature of the Firm: meaning. (In:) WILLIAMSON. Oliver E. WINTER. Sidney G (ed.). *The Nature of the firm: origins, evolution and development*. Oxford University Press. 1993. Pg. 48).

[6] MANKIW. Gregory. *Principles of Economics*. 3th edition. Thomson Lerning. 2005. Pg. 64.

essencialmente vinculada à existência e preservação do mercado.

Resta claro, por outro lado, que tanto a empresa quanto o mercado, realidades originalmente econômicas, não podem ou devem ficar à margem da regulação jurídica.

A existência da empresa e do próprio mercado livre dependem da intervenção normativa sobre o funcionamento deles, de modo a corrigir suas inevitáveis falhas[7] e moldar-lhes o exercício conforme os valores prevalentes à época.

2 – A Empresa e o Direito

Boa parte do ordenamento jurídico – em especial no que hoje constitui o Direito Empresarial - é estruturado a partir de interesses ou valores de natureza econômica. Por outro lado, o funcionamento da economia é limitado e direcionado por normas jurídicas[8].

A empresa e o mercado são, como apontado, realidades originalmente econômicas que, entretanto, acabaram por ser juridicamente disciplinadas em sua constituição e funcionamento.

O conjunto de normas erigido inicialmente para a disciplina da atividade comercial e daqueles que a ela se dedicavam – O Direito do Comércio ou simplesmente Direito Comercial – é, como se sabe, de origem medieval e consuetudinária.

Trata-se de um ramo do Direito cuja criação e evolução se deu paralelamente ao modo de produção empresarial e capitalista, sendo, neste sentido,

---

[7] Sobre as chamadas "falhas de mercado": COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Law & Economics*. 5th edition. The Addison-Wesley series in Economics. Pearson Education Inc. 2008. Pg. 43 e segs.

[8] WEBER. Max. *Law in Economy and Society*. Simon and Schuster. New York. 1954. Pg. 50 e segs.

especialmente atrelado, em seus institutos fundamentais, a valores e interesses de ordem econômica[9].

Dentre importantes referências da evolução no regime jurídico da atividade econômica vale, por exemplo, citar os títulos de crédito, as sociedades anônimas (datadas ainda do Sec. XVII) e as sociedades de responsabilidade limitada (de origem no final do Sec. XIX, na Alemanha), o que comprova a nítida influência da economia na configuração de institutos jurídicos[10] e a correlata intervenção das normas sobre o funcionamento do sistema econômico.

Com a supremacia da organização empresarial sobre a ordem econômica feudal (artesanal, agrícola e comercial) o regime jurídico originalmente criado para a disciplina das atividades de intermediação – comerciais –

---

[9] *"A constituição de um direito comercial especial decorre historicamente das exigências daquela economia capitalística que, surgida com a burguesia das cidades italianas e com característicos bem diversos dos até então tradicionais, foi progressivamente renovando com espírito de racionalização, de risco, de livre concorrência, e de livre iniciativa a constituição econômica. (...)*

Coaduna-se, destarte, o direito comercial no terreno da economia, não com determinada atividade econômica, mas com determinado sistema de economia, encontrando no aparecimento e desenvolvimento deste sistema a explicação da sua constituição como direito especial e do seu desenvolvimento.

Apresenta-se, por isso, o direito comercial, historicamente ligado nas suas origens, com a econômica capitalística que, por seu turno, historicamente se liga à constituição da econômica de massa; apresentam-se, hoje, muitos institutos do direito comercial uma correlação geral com a economia de massa constituindo o instrumento jurídico desta." ASCARELLI. Tullio. *Panorama de Direito Comercial.* Saraiva Livraria Acadêmica. São Paulo. 1947. pg. 46/47. No mesmo sentido: GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2ª edição. 2008. Pg. 32.

[10] Sobre a direta influência da organização econômica capitalista e empresarial na organização do sistema jurídico veja-se, por exemplo, o aprofundado (e já centenário) estudo de Clóvis Bevilacqua. BEVILACQUA. Clóvis. *Estudos de Direito e Economia Política*. 2ª edição. H. Garnier Editor. Rio de Janeiro. 1902. Pg. 91 e segs.

foi aos poucos sendo ampliado para abarcar outras atividades de feição empresarial.

É do início do Século XX a positivação da empresa como objeto das normas até então atinentes à disciplina da atividade comercial. Neste sentido são especialmente marcantes o Código Comercial Alemão de 1897 e, por sua direta influência sobre o direito brasileiro, o Código Italiano de 1942.

A empresa, categoria essencialmente econômica, passa, a partir de então, a ser objeto de um corpo organizado e sistematizado de normas jurídicas especialmente voltadas para a regulação de sua existência e funcionamento. Trata-se do que hoje se chama de Direito da Empresa.

Se a empresa é uma realidade econômica o Direito da Empresa é, como regime jurídico daquela, uma realidade normativa. São as normas que disciplinam o exercício das atividades de natureza empresaria.

No direito brasileiro a empresa foi positivada como objeto de um regime jurídico próprio com a entrada em vigor do Código Civil, em 2003.

Em seu Livro II o Código estabelece as normas fundamentais do Direito da Empresa e também a caracteriza, ainda que indiretamente, em seus artigos 966 (que define a figura do empresário) e 1.142 (o qual se refere ao estabelecimento).

O regime jurídico da empresa no direito brasileiro não está, porém, adstrito ao Código Civil. Ao contrário, os principais institutos jurídicos de direito empresarial encontram-se disciplinados em legislação própria, apartada do Código.

São, por exemplo, os casos da Sociedade Anônima (Lei n. 6.404/76), do Mercado de Capitais (Lei n. 6.385/76), da falência e recuperação de empresas (Lei n. 11.101/05) e da Propriedade Industrial (Lei n. 9.279/96).

Fundamental lembrar, ainda no que tange ao regime jurídico da empresa, que se encontra expresso no texto Constitucional todo um complexo de normas programáticas destinados à organização jurídica da empresa, tanto no que diz respeito ao seu aspecto estritamente constitutivo (como organização dos fatores de produção) quanto em relação ao ambiente no qual ela nasce, existe e se desenvolve (o mercado).

3 – A regulação da Empresa e do mercado na Constituição Federal

A Constituição Federal de 1988 dedicou-se expressamente à fixação dos Princípios Gerais da Atividade Econômica (arts. 170 a 181), inserindo-se no contexto histórico iniciado pela Constituição Mexicana de 1917 e pela Constituição de Weimar, em 1919.

Como salientado, há na Constituição brasileira normas voltadas para a proteção e garantia do eficiente funcionamento do livre mercado e da empresa privada. Tais dispositivos, essencialmente programáticos[11], conformam a legislação ordinária e também a leitura e interpretação doutrinária e jurisprudencial.

Assim, a análise econômica do Direito da Empresa na Constituição Federal de 1988 passa por normas regentes da organização dos fatores de produção (matéria prima, capital, trabalho e tecnologia) e também por normas destinadas à disciplina do funcionamento do ambiente de troca dos bens e serviços produzidos (o mercado).

O art. 170 da Carta de 1988 está indubitavelmente no centro das normas constitucionais acerca da empresa e do mercado. É, portanto, o ponto inicial da análise aqui pretendida.

---

[11] HORTA. Raul Machado. *Direito Constitucional*. 2ª edição. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. Pg. 197.

Esta constatação, porém, não exclui a pertinência e importância de outras normas constitucionais para a disciplina da empresa e do mercado.

3.1 – Normas constitucionais e a empresa

Os primeiros – e talvez mais importantes – dispositivos constitucionais ligados à organização da empresa estão nas referências à predominância do exercício privado das atividades econômicas em geral (art. 173) e da propriedade privada dos fatores de produção (arts. 5º, *caput*, XXII e 170, II).

Há exceções a esta orientação constitucional - como, por exemplo, no art. 177 – e elas devem receber, como ocorre com as situações excepcionais em geral, restritiva interpretação.

Não é, desta forma, admissível qualquer referência a outra forma de estruturação econômica no Brasil que não aquela baseada no exercício privado da atividade empresarial e no livre mercado.

A propriedade privada dos fatores de produção e sua utilização estão constitucionalmente vinculados à preservação de sua função social (art. 5º, XXIII e art. 170, III), da qual decorre, no específico ambiente empresarial, a chamada função social da empresa[12].

Trata-se de diretriz constitucional estabelecida com o objetivo de obrigar tanto o legislador ordinário quando a jurisprudência a criar ou fazer implementar mecanismos jurídicos destinados a permitir que a organização empresarial possa exercer de forma economicamente eficiente sua função de produzir ou fazer circular bens e serviços.

---

[12] Sobre o tema: MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. PEREIRA, Henrique Viana. *Princípios Constitucionais de Direito Empresarial: A função social da empresa*. Editora CRV. Curitiba. 2011. pgs. 57 e segs.

O cumprimento e observância da função social da empresa não é um ônus a ela imposto, mas sim uma obrigatória preocupação a ser respeitada por todo o ordenamento jurídico e também por aqueles diversos grupos de interesses mais ou menos organizados em torno dela.

O princípio de preservação da empresa e de sua função social encontra-se corporificado ao longo de toda a legislação ordinária atinente a ela, como é o caso da Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76), da Lei de Falência e Recuperação de Empresas (Lei n.11.101/05) e do Código da Propriedade Industrial (Lei n. 9.279/96).

Ainda no que tange à empresa como organização dos fatores de produção nota-se que cada um destes insumos recebe, no texto constitucional, tratamento específico.

Chama-se de matéria-prima o fator de produção representado pelos recursos economicamente mensuráveis diretamente extraídos da natureza e que, em função do trabalho e da tecnologia, serão manufaturados e colocados no mercado.

Como algo extraído diretamente da natureza, o uso empresarial deste insumo conflita diretamente com a necessidade de preservação do Meio Ambiente, razão pela qual são de particular relevância os dispositivos do art. 170, VI (que exige a defesa dos recursos naturais) e 225 da Constituição Federal de 1988.

O fator trabalho, a seu turno, encontra-se constitucionalmente abarcado pela previsão de sua valorização como fundamento e princípio geral da República (art. 1º IV e art. 170, *caput*), da busca pelo pleno

emprego (art. 170 VIII) e da participação dos empregados na gestão e nos lucros da empresa (art. 7º XI)[13].

O fator de produção tecnologia também recebe proteção constitucional específica quando o art. 5º XXIX estabelece a obrigatória proteção às criações intelectuais de natureza industrial em geral e, paralelamente, estabelece limites temporais na utilização econômica das patentes[14].

Também há proteção constitucional à tecnologia, como fator de produção, quando a Constituição estabelece e prevê em seu art. 218 o incentivo à ciência e à tecnologia.

Já o fator capital encontra-se abarcado pelo texto constitucional tanto na referência à regulação do sistema financeiro nacional (art. 192) quanto no que tange à previsão de regramento, com base no interesse nacional, de investimentos de capital estrangeiro e remessa de lucros para o exterior (art. 172)[15].

3.2 – Normas constitucionais e o mercado

Como salientado, a Constituição Federal de 1988 estabelece diretrizes voltadas também para o eficiente

---

[13] Já legislação empresarial ordinária remete a tais previsões quando, por exemplo, incentiva a dissociação entre propriedade e gestão na macroempresa e a adoção de práticas de governança corporativa.

[14] No sentido de dar efetividade a este preceito constitucional apresenta-se a Lei n. 9.279/96, também chamada de Código da Propriedade Industrial, que se incumbe de regular o exercício de direitos de propriedade inerentes às invenções, modelos de utilidade, desenhos industriais e marcas.

[15] A legislação ordinária, em consonância com tais diretrizes constitucionais, regula o funcionamento do mercado financeiro e do mercado de capitais através de diversos e extremamente detalhados dispositivos e organismos como a Comissão de Valores Mobiliários e o Banco Central do Brasil.

funcionamento do mercado[16], de forma a viabilizar o pleno exercício privado da atividade empresarial.

Há alguns pressupostos econômicos inerentes ao eficiente funcionamento do mercado. Cabe ao Direito procurar, se pretende preservar a empresa e o mercado, resguardá-los.

O primeiro deles está na previsão de livre acesso ao mercado. É claro que o acesso ao mercado não se consagra efetivamente apenas com sua previsão normativa. Sem esta, entretanto, comprometido fica este verdadeiro postulado de existência do mercado como realidade econômica e jurídica.

Há, na Constituição Federal, vários dispositivos que direta ou indiretamente procurar proteger e incentivar o livre acesso ao mercado. Neste sentido o texto do art. 5º, que estabelece a igualdade de todos perante a Lei, a liberdade de exercício de qualquer trabalho, ofício ou profissão e a liberdade de associação.

Fundamental também lembrar a liberdade de iniciativa e de exercício de qualquer atividade econômica de finalidade lucrativa, previstas no art. 170 como princípios fundamentais da ordem econômica nacional.

Aplicando tais preceitos à empresa nota-se que, em essência, tratam-se todos de normas destinadas a garantir o que em uma única expressão pode ser chamado de

---

16 *"A idéia de regulamentação do poder econômico no mercado tem origem em uma premissa sócio-econômica fundamental: todo agrupamento social, por mais simples que seja, organizado ou não sob a forma de Estado, que queira ter como fundamento básico da organização econômica a economia de mercado deve contar com um corpo de regras mínimas que garantam ao menos o funcionamento desse mercado, ou seja, que garantam um nível mínimo de controle das relações econômicas. "* (FILHO. Calixto Salomão. *Direito Concorrencial – as estruturas*. 3ª edição. Ed. Malheiros. São Paulo. 2007. Pg. 19).

"liberdade de empresariar"[17], conferida indistintamente a todos.

O acesso ao mercado também é constitucionalmente tutelado quando se estabelece a livre concorrência (art. 170), a repressão ao abuso de poder econômico e à dominação do mercado (art. 173) assim como outras diretrizes fundamentais do ordenamento pátrio.

A legislação ordinária, neste aspecto, procura dar efetiva regulação a tais princípios quando, por exemplo, disciplina a livre concorrência e as diversas formas jurídicas de exercício da atividade empresarial, seja como pessoa física (o empresário individual) ou por meio da criação de pessoas jurídicas (as sociedades empresárias).

Pode-se ainda, com relativa tranqüilidade, inserir no estudo das normas constitucionais garantidoras do acesso ao mercado a previsão de regime jurídico diferenciado para as micro e pequenas empresas (art. 170 IX e art. 179).

Tal disposição, hoje corporificada no Estatuto Nacional da Microempresa e da Empresa de Pequeno Porte (Lei Complementar n.123/2006) parte da correta premissa de que a efetiva implementação do livre acesso ao mercado passa pelo reconhecimento de que os agentes empresariais somente poderão sobreviver e se manter no mercado se tratados legalmente de acordo com sua capacidade econômica.

A disciplina jurídica do mercado passa, por outro lado, pela tutela não só da produção ou distribuição de bens e serviços como igualmente pela regência de seu consumo.

O mercado, como já apontado, consubstancia-se no sistema de trocas de bens e serviços produzidos em excedente pelas empresas e destinados ao consumo de

---

[17] BOTREL. Sérgio. *Direito Societário Constitucional*. Ed. Atlas. São Paulo. 2009. Pg. 45.

terceiros. Portanto o mercado engloba não só a liberdade de empresariar, mas também a liberdade de consumir os bens e serviços disponíveis.

Neste sentido afigura-se fundamental para a eficiência do mercado a defesa dos direitos do consumidor, preocupação consagrada em diferentes pontos do texto constitucional (art. 5º XXXII, art. 170 V)[18].

Demonstra-se, então, que a Constituição Federal de 1988 abarca e procura tutelar o mercado em ambos os pólos que o compõem - produtores e consumidores – independentemente do bem ou serviço produzido.

Resta ainda lembrar que o Direito tem papel fundamental também na regulação dos mecanismos destinados a permitir a transferência na titularidade de bens e serviços disponíveis no mercado.

É especialmente importante, desta forma, a eficiente disciplina legal tanto dos direitos de propriedade quanto do contrato, elemento fundamental para a própria existência do mercado como realidade econômica e jurídica[19].

Embora não haja especificamente maior referência ao contrato no texto constitucional, deve este instituto ser regulado e interpretado conforme sua função econômica em um sistema que, conforme já salientado, funda-se na empresa privada e no livre funcionamento do mercado.

---

[18] A legislação ordinária mais uma vez vem a regular tal diretriz constitucional na forma da Lei n. 8.078/90 (o Código de Defesa do Consumidor).

[19] *"Nesse sentido, a função social da concorrência, do contrato e da propriedade está relacionada, em um sistema econômico capitalista, à operabilidade do mercado. Com efeito, se o mercado joga importante papel na sociedade, quanto melhor o seu desempenho, maior a função social do Direito*." TIMM. Luciano Benetti. *O Novo Direito Civil: ensaios sobre o mercado, a reprivatização do direito civil e a privatização do direito público*. Livraria do Advogado Editora. Porto Alegre. 2008. Pg. 91.

A eficiência do mercado e da atividade empresarial são, portanto, constitucionalmente protegidas e, neste sentido, elementos conformadores da análise doutrinária ou jurisprudencial que se pretenda fazer sobre normas ou condutas privadas.

4 – As sociedades empresárias e sua contextualização no Direito brasileiro

Em seu Livro II o Código Civil de 2002 dedica-se a cuidar do que chama "Direito de Empresa", o qual nada mais é do que o regime jurídico privado especialmente elaborado para disciplinar os atos vinculados à empresa.

O direito positivo brasileiro adota expressamente (art. 966, *caput* do Código Civil) o conceito de empresa como elemento balizador e distintivo do campo de incidência das normas de direito privado.

No Direito brasileiro, porém, a definição de empresa agrega outros elementos que, a rigor, são irrelevantes do ponto de vista econômico. Deste modo, nem tudo o que pode ser considerado empresa para a Economia é, no Direito, objeto das normas especiais componentes do Direito de Empresa. A noção econômica de empresa em muito se assemelha, mas não se equipara à sua definição jurídica.

Determinadas atividades econômicas, embora organizadas para a produção ou circulação de bens ou serviços e com nítido intuito lucrativo, estão apartadas da idéia de empresa consagrada na legislação brasileira. Tais atividades econômicas encontram-se no parágrafo único do já mencionado art. 966 do Código Civil de 2002.

Tem-se então que qualquer pessoa física ou jurídica que desenvolva profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística terá sua atividade apartada das normas do Direito de Empresa, ainda que pratique tal

atividade com intuito lucrativo e de forma economicamente organizada.

São, regra geral, atividades nas quais há um vínculo essencial entre o adquirente do serviço e os atributos profissionais e pessoais que acompanham a pessoa que irá prestá-lo.

As atividades intelectuais, artísticas, científicas ou literárias podem ser prestadas de forma empresarialmente organizada e certamente apresentam, hoje, intuito lucrativo. Seriam então, sob um enfoque econômico, exemplos de empresas.

Foram, porém, apartadas da definição jurídica de empresa (e, por conseqüência, do âmbito de incidência das normas de Direito Empresarial) face ao caráter personalíssimo que se lhes costuma acompanhar[20].

Outro ponto de contraste entre a aproximação econômica e a definição jurídica de empresa no direito brasileiro está no art. 971 do Código Civil de 2002, que define o empresário rural e seu regime jurídico.

Se analisado o tema apenas face à aproximação econômica e à literalidade do *caput* do art. 966 do Código Civil, não há dúvidas de que a pessoa física ou jurídica voltada profissionalmente para a atividade agrária é exercente de uma "atividade econômica organizada para a

---

[20] A orientação da legislação brasileira pode ser comprovada, pois se as atividades de feição personalíssima perdem este caráter, em virtude da prevalência da organização econômica dada aos fatores de produção, a solução legal é diferente.

Segundo os termos do art. 966 par. único do Código Civil, se as atividades intelectuais, artísticas, científicas ou literárias se constituem em "elemento de empresa", o sujeito que as exerce passa a se submeter ao regime jurídico empresarial.

A sociedade que tenha por objeto atividade de natureza não empresarial é, nos termos do art. 982 do Código Civil, chamada de Sociedade Simples. Ela se contrapõe às Sociedades Empresárias, que, como o nome indica, são constituídas para exercício da empresa.

produção ou a circulação de bens ou de serviços", ou seja, é um exemplo de empresário.

Porém, de acordo com o Código Civil, estes profissionais somente se sujeitarão às normas concernentes ao Direito de Empresa se formalizarem seu registro perante a Junta Comercial de sua sede.

Conclui-se, portanto, que os empresários rurais passam a representar categoria profissional cujo regime jurídico é definido não pelo objeto de sua atividade, mas sim pelo local onde forem arquivados seus atos constitutivos (Junta Comercial ou Cartório civil).

Há, no direito brasileiro, duas espécies de empresários. Um deles é o empresário individual, a pessoa física que, em seu próprio nome, exerce a empresa com intuito lucrativo e profissional.

O outro é o chamado empresário pessoa jurídica, que pode se constituir sob a forma de Empresa Individual de Responsabilidade Limitada (EIRELI, art. 980-A do Código Civil) ou segundo um dos tipos de sociedades empresárias, as quais são o agrupamento de duas ou mais pessoas interessadas em exercer a empresa sob o nome, conta e risco de uma pessoa jurídica.

5 – Direito societário e risco: a limitação de responsabilidade

A empresa é essencialmente uma atividade de risco econômico. Embora seja desnecessário descer a maiores explicações sobre esta afirmação, dada sua notória comprovação, ela é importante pois é a partir deste postulado fático e jurídico que se pode construir o raciocínio a ser exposto.

O risco de insucesso inerente à empresa significa, patrimonialmente falando, a obrigação de que o agente econômico dedicado a esta atividade - o empresário - responda, com seu patrimônio, pelas obrigações assumidas em função e em decorrência deste exercício.

Este risco é contrabalançado, por outro lado, pela potencialmente ilimitada perspectiva de ganhos financeiros em decorrência do exercício da empresa.

Face à constatação de que as pessoas são contrárias a riscos, reagem aos incentivos que lhe são oferecidos e diante da indispensável função que o empresário tem em uma economia de mercado foram, ao longo do tempo, desenvolvidos e aperfeiçoados diferentes instrumentos destinados a minimizar o risco da empresa e incentivar seu exercício.

A sociedade é, dentre as pessoas jurídicas de direito privado, aquela que pode ser destinada ao exercício de atividade de natureza empresarial. Trata-se, portanto, do empresário coletivo, em contraponto aos modelos de exercício individual da empresa.

O termo sociedade, porém, não limita seu significado, no direito privado em geral e também no direito empresarial em particular, à noção de pessoa jurídica.

Ao contrário, a sociedade é, originalmente, concebida como acordo de vontades entre duas ou mais pessoas para a execução de atividade comum e partilha dos resultados financeiros daí advindos (art. 981 do Código Civil).

Desta original feição contratual a sociedade evoluiu, no direito privado brasileiro em geral, para a condição de pessoa jurídica na medida que, com a entrada em vigor do Código Civil brasileiro de 1916, tal acordo de vontades adquiriu o poder de resultar na criação de um novo sujeito de direito.

Desta forma a sociedade passa, em nosso ordenamento de origem essencialmente romana, de relação jurídica contratual para, sem deixar de lado tal essência, ser concebida como sujeito de direito apto, se devidamente registrado (art. 985 do Código Civil), a contrair direitos e obrigações próprias.

Ainda hoje, porém, a relação entre sociedade e pessoa jurídica não é essencial, já que existem sociedades que não são pessoas jurídicas e também pessoas jurídicas de direito privado que não são sociedades[21].

O que se pretende salientar é que ao se reduzir a figura da pessoa jurídica no direito empresarial a mera decorrência possível do acordo de vontades sobre o qual se funda a sociedade estar-se-á abdicando da análise mais significativa deste instituto.

A pessoa jurídica no direito empresarial é hoje, antes de mais nada, um elemento de limitação do risco econômico inerente à empresa. Em uma sociedade empresária, a personificação decorrente do registro do contrato social é não uma finalidade abstrata, mas ato com a função econômica concreta de proporcionar aos participantes do empreendimento comum a possibilidade de anteverem, planejarem e, principalmente, restringirem – com a responsabilidade limitada do sócio - o risco patrimonial de cada um deles [22].

Richard Posner aponta importante conseqüência decorrente da regra societária de responsabilidade limitada do sócio. Segundo ele, a responsabilidade limitada do sócio

---

[21] São sociedades não personificadas as sociedades em comum (art. 986 a 990 do Código Civil) e as sociedades em conta de participação (art. 991 a 996 do Código Civil). Já as pessoas jurídicas de direito privado sem natureza de sociedade são as fundações, as associações e as empresas individuais de responsabilidade limitada (art. 44 do Código Civil).

[22] *´Limited liability´means only that those who contributes equity capital to a firm risk no more than their initial investments – it is an attribute of the investment rather than of the corporation."* EASTERBROOK. Frank H. FISCHEL. Daniel R. *The Corporate Contract*. (in) BEBCHUCK. Lucien Arye. (coord.) *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press. 2005. Pg. 191.

é uma forma de externalizar[23] as perdas decorrentes do possível insucesso econômico da atividade empresarial.

Isto significa que os custos decorrentes da insolvência da sociedade personificada não são suportados apenas pelo patrimônio dos empreendedores (sócios) mas também pelos credores (voluntários e involuntários) da

---

[23] Externalidade é, em síntese, a conseqüência que o ato de uma pessoa física ou jurídica provoca sobre os direitos de terceiros, naqueles casos em que não o agente, mas os terceiros afetados pelo ato em questão, arcam com os custos advindos desta conduta ou auferem os ganhos dela decorrentes.

Quando o ato praticado provoca um efeito negativo sobre os direitos de terceiros e estes efeitos negativos são custeados por eles, fala-se em externalidade negativa. Quando, ao contrário, o ato praticado provoca um efeito positivo sobre os direitos de terceiros e estes ganhos não são custeados por eles, verifica-se uma externalidade positiva.

"Uma externalidade surge quando uma pessoa se dedica a uma ação que provoca impacto no bem-estar de um terceiro que não participa dessa ação, sem pagar nem receber nenhuma compensação por esse impacto. Se o impacto sobre o terceiro é adverso, é chamado externalidade negativa; se é benéfico, é chamado de externalidade positiva." (MANKIW, Gregory. *Introdução à Economia*. 3ª edição. São Paulo: Thomson. 2005. p. 204).

A poluição emitida em decorrência da atividade empresarial é um genuíno exemplo de externalidade negativa. Quando não preocupadas em conter o nível de poluição por elas produzida, as organizações empresariais não gastam nada com a contenção desta poluição, mas, por outro lado, provocam com sua ação poluidora graves danos ambientais, que são suportados por toda a sociedade. É um custo social da atividade produtiva, que diminui o dispêndio com a produção dos bens, mas socializa os danos poluentes.

Externalidade positiva, por outro lado, ocorre quando uma conduta específica provoca um ganho para terceiros sem que estes tenham que arcar com os custos decorrentes deste ato. Quando, por exemplo, um supermercado reforma as vias públicas que levam ao seu estabelecimento, este ato provoca um ganho para a coletividade em geral (que passam a desfrutar de maior conforto) mas seus custos são suportados exclusivamente pela sociedade empresária em questão, que o faz em atenção a seus interesses particulares, mas inevitavelmente provoca um ganho para toda a sociedade.

pessoa jurídica, que, por não poderem ir aos bens particulares dos sócios para receber seus créditos, e diante da insolvência da sociedade, suportarão parte dos custos deste fracasso[24].

Fácil concluir, portanto, que os modelos societários que oferecem a todos os seus sócios o direito de limitar o risco de perda patrimonial em virtude do exercício da empresa são, na prática, os únicos efetivamente usados.

A Sociedade Limitada e a Sociedade Anônima são as duas espécies societárias com o atributo da responsabilidade limitada para todos os seus integrantes[25].

---

[24] POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. Seventh Edition. Aspen Publishers. New York. 2007. pgs. 424 e segs.

[25] A realidade do ordenamento jurídico brasileiro aponta um significativo aumento das hipóteses em que se relativiza, em favor dos credores, a regra da limitação na responsabilidade limitada dos sócios.

Como demonstrado por Bruno Meyerhof Salama (SALAMA. Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia.* Malheiros Editores. São Paulo. 2014), débitos de diferentes naturezas (fiscais, trabalhistas ou decorrente de relação de consumo, em especial) são hoje, seja por previsão legal ou, pior, por orientação jurisprudencial, estendidos ao patrimônio dos integrantes de sociedades com previsão legal de responsabilidade limitada para seus sócios.

Por outro lado, a mitigação dos requisitos originais para aplicação da desconsideração da personalidade jurídica torna esta situação eminentemente excepcional em constante, levando-a a também servir de fundamento para a relativização ora tratada.

No citado trabalho, Bruno M. Salama demonstra a aqui abordada importância da limitação na responsabilidade dos sócios como fator de incentivo e previsão do risco no exercício da atividade empresarial. Ressalta a sua prevalência em diferentes ordenamentos - das mais diversas origens - e, por fim, enumera as cada vez mais comuns regras e orientações jurisprudenciais que estão a relativizá-la, chegando à conclusão de que apenas as sociedades anônimas com ações negociadas em bolsa ainda podem ser consideradas, mesmo que não de forma absoluta, como dotadas de tal atributo.

O alcance do patrimônio pessoal dos sócios de responsabilidade limitada por débitos da pessoa jurídica rompe com a previsibilidade dos

São elas que, na prática, revestem juridicamente o exercício coletivo da empresa.

6 – A Sociedade Limitada e a Sociedade Anônima: uma análise econômica e comparativa de seu regime jurídico

Entre todas as modalidades de sociedades hoje disciplinadas pela legislação brasileira a Sociedade Limitada é aquela de origem mais recente e cercada das mais significativas particularidades.

Os tipos societários atuais têm, em regra, a mesma origem de vários dos fundamentais institutos de Direito Empresarial. São historicamente o resultado das práticas reiteradas dos comerciantes medievais que, posteriormente e de forma gradual, alcançaram a legislação positiva, à medida que se consagraram por sua grande adequação ao tráfico mercantil[26].

Assim, espécies societárias como a sociedade em nome coletivo, a sociedade em comandita simples e a sociedade em conta de participação remetem ao período histórico em que o ainda incipiente "direito dos comerciantes" era basicamente um conjunto mais ou menos ordenado de usos e costumes adotados à margem da legislação estatal.

---

custos e benefícios de se empreender, uma vez que os agentes não são capazes de antever o grau de risco econômico que assumem no exercício da empresa. Tal rompimento gera insegurança jurídica e, por consequência, compromete o efciente funcionamento do mercado de bens e serviço.

Desta forma, há que se restringir as hipóteses de exceção à limitação na responsabilidade dos sócios pelas dívidas da pessoa jurídica e, principalmente, admitir-se sua aplicação apenas nas situações expressamente previstas em lei.

[26] ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva & Cia. 1947. p. 24 e segs.

Eram, em essência, práticas destinadas a atender às necessidades de um mercado em expansão e que, pela correspondência aos interesses dos agentes econômicos, ganharam muito posteriormente a legislação positiva.

Tais constatações se aplicam mesmo às sociedades por ações. Sua origem é remota e, como salientado, resulta de paulatinas etapas evolutivas decorrentes, em regra, de usos e costumes.

Já no Séc. XII é possível apontar o surgimento, em Florença, de um certo empreendimento familiar denominado "compagnia", o qual, após sucessivas transformações, resultaria no modelo que, a partir do Séc. XV, se apresentou com as características básicas das atuais sociedades anônimas[27].

A Companhia Holandesa das Índias Orientais, instituída em 1602, é tida como o primeiro exemplo genuíno desta espécie associativa na evolução histórica do Direito Empresarial,[28] sendo ainda o resultado da evolução destas anteriores modalidades de agrupamentos consuetudinariamente empregados por aqueles que pretendiam empreender juntos[29].

---

[27] "*The word* compagnia *is a compound os two latin words (*cum *and* panis*) meaning "breaking bread together".* MICKLETHAWAIT. John. WOOLDRIDGE. Adrian. *The Company: a short history of a revolutionary idea.* Modern Library. London. 2012. Pg. 21 e segs.

[28] GOWER, L.C.B. *Gower´s Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell. 1992. p. 21. ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller Editora e Distribuidora. 2001. p. 452.

[29] Certo também concluir que desde sua origem a sociedade anônima é uma criação estruturada para agregar grande quantidade de pessoas e capitais, de modo a viabilizar grandes empreendimentos econômicos. Em decorrência disso, este tipo de sociedade está, em regra, sujeito a rígidas exigências de constituição, tanto que originalmente dependia de expressa e específica autorização do soberano. MICKLETHAWAIT. John. WOOLDRIDGE. Adrian. *The Company: a short history of a revolutionary idea.* Modern Library. London. 2012. Pg. 46 e segs.

A origem das Sociedades Limitadas, porém, segue um caminho inverso. Se, como demonstrado, as outras espécies de sociedades foram inicialmente concebidas pelas práticas do incipiente mercado medieval e apenas posteriormente reguladas pela legislação, as Sociedades Limitadas partiram, por assim dizer, da legislação para o mercado.

Este modelo societário é criação de uma legislação específica. Não se afigura, portanto, como um instituto desenvolvido no campo das relações comerciais. Trata-se, em sentido oposto, de um modelo societário criado em um contexto histórico determinado e por meio de normas gerais e abstratas com o intuito de atender, antes de mais nada, à eficiência do Direito.

A Sociedade Limitada foi instituída pela lei alemã de 1892, de iniciativa do deputado Oechelhaueuser. A Alemanha vivia, à época, forte crise econômica e havia então grande interesse e necessidade de se estabelecer incentivos àqueles que pudessem se dedicar à atividade empresarial.

Faltava, porém, um modelo de sociedade adequado aos empreendedores de pequeno e médio porte. As Sociedades Anônimas não lhes atendiam, dados a extremada formalidade e rigor da legislação, algo mais adequado às grandes aglomerações de acionistas.

Também as demais sociedades então conhecidas não eram economicamente eficientes pois, se por um lado eram disciplinadas por uma legislação menos onerosa, por outro exigiam a presença de ao menos um integrante disposto a assumir a responsabilidade pessoal e ilimitada pelos débitos vinculados ao exercício da atividade empresarial.

Faltava, então, um modelo societário que fundisse o que houvesse de mais adequado em cada uma das espécies até então conhecidas, ou seja: uma sociedade que fosse tão simples de se constituir como as sociedades com sócios de

responsabilidade ilimitada e que também garantisse a todos os seus integrantes o que até então era privilégio dos acionistas: a efetiva separação entre o patrimônio pessoal dos sócios e os débitos contraídos em nome da pessoa jurídica.

O sucesso da então recém instituída sociedade de responsabilidade limitada (*Gesellshaft mit Beschränkter Haftung*, ou simplesmente *GmbH*) alemã foi tão rápido e de proporções tão significativas que provocou a quase imediata adesão de outros ordenamentos à nova espécie societária[30].

A essência das sociedades em geral - e da Sociedade Limitada em particular – está, portanto, no fato de que representa um instrumento jurídico destinado a agrupar diferentes pessoas interessadas em se dedicar conjuntamente e de forma organizada ao exercício de uma atividade de cunho econômico, notadamente de caráter empresarial.

Portanto, a relação de sociedade impõe-se como uma situação em que a maximização dos interesses individuais dos agentes econômicos envolvidos depende também das escolhas e atos empreendidos pelos demais partícipes.

A maximização dos ganhos da sociedade – e, por conseqüência, de cada um dos sócios – está na cooperação de todos os contratantes. É, portanto, uma situação apta a ser submetida aos modelos econômicos ligados à Teoria dos Jogos.

Jogos cooperativos ou jogos de cooperação são modelos esquemáticos de conduta que analisam situações

[30] Tanto que já em 1906 houve a edição da legislação autríaca, em 1911 a legislação portuguesa e já no ano seguinte, por iniciativa de Herculano Marcos Inglês de Souza, o Brasil se movimentava no sentido de consagrá-la em sua legislação positiva, o que, porém, só veio a ocorrer em 1919, com a edição do Dec. Lei n. 3.708.

em que os agentes maximizam seus próprios interesses particulares quando se dispõem a moldar sua própria ação aos anseios de outrem. A escolha e posterior conduta de um dos contratantes provoca reflexos positivos em relação aos demais[31].

Quando um sócio se dispõe a colaborar com parte de seu patrimônio e também com seus esforços pessoais para a realização do objeto social, não apenas ele está ganhando com isso, mas também todos os demais sócios. Estes, por sua vez, têm na mútua colaboração e na integralização do capital a estratégia dominante, ou seja, aquela que lhes é mais favorável independentemente da conduta do outro.

Resta lembrar, porém, que o comportamento cooperativo dos sócios existe até o momento em que esta cooperação em torno da sociedade e de seu objeto social é o meio mais eficiente de maximização dos interesses particulares de cada sócio.

Baseada ao mesmo tempo na perenidade de seu objeto, na colaboração mútua e no interesse egoístico de cada sócio, a relação de sociedade - espécie de contrato relacional[32] - encontra em seu caráter incompleto outro fundamental fator para sua compreensão e disciplina.

A análise econômica dos contratos deve ser processada a partir de duas premissas diretamente vinculadas. A primeira refere-se à existência dos chamados custos de transação e a segunda diz respeito ao inevitável caráter incompleto dos vínculos firmados.

---

[31] MYERSON, Roger B. *Game Theory: Analysis of Conflict*. Cambridge, Massachussets: Harvard University Press, 1997. OSBORNE, Martin J. *An Introduction to Game Theory*. New York – Oxford: Oxford University Press, 2004.

[32] Para aprofundamento nas questões específicas sobre contratos relacionais veja: GOETZ, Charles J. SCOTT, Robert E. Principles of Relational Contracts. *Virginia Law Review*. Vol. 67. n. 6 (Sep. 1981) pgs. 1089 a 1150.

Custos de transação – ou custos de contratação – representam aquilo que dispenderam ou deixaram de ganhar as partes de um contrato com o objetivo de constituí-lo ou executa-lo. São os custos que os contratantes enfrentam para elaborar, manter e fazer cumprir o contrato.

A importância dos custos de transação se tornou evidente a partir do seminal trabalho de Ronald Coase[33] e hoje é fundamental para a análise econômica do Direito pois, conforme se depreende do denominado Teorema de Coase, quanto maiores forem os custos da transação, menores serão as chances das partes chegarem a contratar.

Outra noção basilar para o tema é a de incompletude dos contratos. Na elaboração de um vínculo contratual é necessário perceber que as partes tentam, em princípio, prever todas as circunstâncias que podem ocorrer durante a execução do contrato e, ao mesmo tempo, dar-lhes uma solução.

Porém, forçoso é também reconhecer que, por diferentes fatores, esta previsão e disciplina invariavelmente se apresenta lacunosa. Daí porque os contratos denominados incompletos[34].

Apartadas as sociedades com membros de responsabilidade ilimitada pelos débitos comuns - hoje de utilização extremamente restrita - ficam aos sócios as alternativas da sociedade anônima e da sociedade limitada. Estes dois tipos societários guardam, porém, inúmeras distinções em sua estrutura e disciplina legal, as quais já se

---

33 Os mais importantes trabalhos do autor (*The Nature of The Firm* e *The Problem of Social Cost*) são encontrados, com valiosos comentários, na seguinte obra: COASE, Ronald H. *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press. 1990.

34 BAKER, Scott. KRAWIEC, Kimberly D. I*ncomplete Contracts in a Complete Contract World*. Disponível em: http//www.ssrn.com. (*site* consultado em 21/11/2006).

procurou explicar sob diferentes critérios, muitos deles de utilidade e aplicabilidade questionável.

Inegável, porém, que a sociedade anônima é disciplinada por uma legislação extremamente rígida, detalhada, complexa e que deixa pouquíssimas lacunas em assuntos importantes para serem preenchidas pelos atos constitutivos da sociedade.

O rigor da legislação do anonimato se impõe também na sua aplicação. Assim, vigora na sociedade anônima a estrita legalidade, em termos similares aos encontráveis no âmbito da Administração Pública.

Desta forma, quando a lei das sociedades anônimas prescreve uma conduta aos sócios, administradores, controladores e demais envolvidos com a organização societária não lhes é permitido adotar conduta diversa. As normas da lei do anonimato são em sua maioria de ordem pública.

O fundamento deste perfil de estrita legalidade encontra-se no fato de que esta modalidade societária se destina precipuamente à captação de recursos na comunidade em geral. Sua principal função econômica é captar a poupança popular e canalizá-la para as atividades empresariais.

A rigidez da legislação das sociedades anônimas leva em conta que, ao menos potencialmente, a massa dos acionistas será composta por pessoas que não terão e nem pretenderão ter qualquer contato direto com a gestão do empreendimento (*sleeping partners*). Ao contrário, querem é lucrar ou com a percepção dos dividendos ou com a compra e venda das ações no mercado de valores mobiliários.

Se os acionistas não têm no contato direto com a gestão da companhia a escolha que maximize seus interesses, a legislação deve, sob a premissa de maior austeridade do próprio mercado de valores mobiliários, zelar pela integridade do capital por eles investido.

A Lei das sociedades anônimas (Lei n. 6.404, de 15 de Dezembro de 1976) é complexa e inderrogável também porque pressupõe não haver entre os sócios interação significativa o suficiente para se esperar que possam eles adequadamente regular seus próprios interesses comuns em relação ao empreendimento[35].

Além desta falta de direta interação entre os acionistas, outro fator se destaca como fundamento da rigidez e detalhamento desta legislação, qual seja: sociedade anônima ergue-se sobre a perspectiva de ser uma instituição apta a agregar o capital de diferentes perfis de investidores.

Em uma genuína sociedade anônima encontra-se, no quadro de acionistas, pessoas com os mais diversos perfis. Há desde aquele microinvestidor, que aplica suas economias pessoais no capital das sociedades (normalmente valendo-se da intermediação de instituições financeiras) até aqueles que, profundos conhecedores do mercado acionário e também da gestão do empreendimento - além de muito abastados financeiramente - acumulam a maioria do capital social.

Inclua-se também neste rol os investidores institucionais – como fundos de pensão e fundos mútuos – e aqueles acionistas interessados nos dividendos ou, como já lembrado, na especulação com a compra e venda de seus papéis.

Radicalmente diferente é o perfil da Sociedade Limitada. Aqui a perspectiva é outra: tratam-se de agrupamentos de interesses compostos por um número relativamente pequeno de pessoas que se conheceram e se

---

[35] L.C.B GOWER salienta, ao cuidar dos modelos societários anglo-saxônicos, que as *corporations* são mais adequadas às situações em que não há a "confiança mútua" entre os sócios, elemento característico de outras modalidades societárias como as *partnerships* (GOWER. L.C.B. *Principles of Modern Company Law*. 5th ed. London: Sweet & Maxwell. 1992. p. 5).

confiam a ponto de se disporem a contratualmente dar origem à sociedade.

Em função do número potencialmente menor de sócios é também válido pressupor que os quotistas terão um contato direto com o empreendimento e com seus gestores, o que lhes permite maior simetria de informações na hora de fazer suas escolhas e auto regular seus interesses.

A simetria de informações entre os quotistas é respaldada também pela observação de que, na sociedade limitada, presume-se considerável uniformidade no perfil de seus integrantes, diferentemente do que se nota na sociedade anônima.

Se dentre os acionistas de uma companhia há desde pessoas que dispõem de irrisório percentual do capital social até investidores institucionais e empreendedores que, com massiva quantidade de ações, ditam praticamente todas as escolhas da sociedade, nas limitadas o que se espera é a comunhão de interesses entre pessoas com similares graus de informação e capacitação técnica.

De forma inversa ao que se verifica nas companhias, nas sociedades limitadas não há que vigorar a regra da estrita legalidade. Ao contrário, deve-se facultar aos quotistas, em princípio, o poder de regular contratualmente seus interesses. A autonomia privada deve prevalecer sobre o caráter tutelar e cogente da lei.[36]

A concepção e interpretação das normas sobre a sociedade limitada deve basear-se na possibilidade de livre transação entre os contratantes. O pressuposto é que os sócios são as pessoas mais recomendadas e adequadas à disciplina de seus próprios interesses no contrato de sociedade.

---

36 COOTER, Robert. ULEN, Thomas. *Law & Economics*. 4th edition. New York: Pearson, Addison Wesley. 2004. p. 225

Em se tratando do contrato social da sociedade limitada tem-se que a legislação brasileira (Código Civil, artigos 1.052 a 1.086) faculta aos agentes a possibilidade de auto regularem a maior parte das questões inerentes ao empreendimento comum.

Ciente, porém, de que o contrato social é eminentemente cooperativo, incompleto e sujeito a inúmeras variáveis ao longo de sua implementação, a legislação deve funcionar como uma salvaguarda, fornecendo regras a serem utilizadas para preencher a omissão dos sócios.

O caráter supletivo das normas regentes da sociedade limitada perpassa o texto do Código Civil e se manifesta expressamente em diferentes e fundamentais pontos da relação intrasocietária.

A função da legislação é subsidiar o aplicador quando diante de uma lacuna no contrato social, lacuna esta que, como já salientado, decorre da própria essência de um contrato relacional e de longo termo como este.

Assim, ao mesmo tempo que respeita a autonomia privada dos quotistas – sob as premissas de simetria de informações e da racionalidade na efetivação de suas escolhas – a legislação, ao servir de socorro ao intérprete no suprimento das inevitáveis lacunas contratuais, dá aos sócios maior segurança por antecipar, em seu texto, qual deverá ser a solução judicial.

CAPÍTULO II

Constituição de sociedades: do contrato social à pessoa jurídica

1 – Sociedade Limitada: a natureza plurilateral do contrato social e sua disciplina no Código Civil

Em busca de uma resposta para a natureza do ato de constituição de uma sociedade, a doutrina agrupou-se em duas correntes, sendo a primeira delas a que tem tal ato como um contrato e a segunda aquela que o toma como um negócio jurídico não contratual.

Não tardou, entretanto, a conclusão de que a constituição de uma sociedade - seja ela empresária ou não, personificada ou não - afigura-se como negócio jurídico dotado de peculiaridades significativas o bastante para impossibilitar o seu simples enquadramento em alguma das supra referidas categorias.

Ao enfrentar o tema, Tullio Ascarelli postulou que a constituição de uma sociedade é essencialmente uma modalidade de contrato plurilateral[1]. Desde então poucos têm discordado da pertinência desta concepção.

No contrato plurilateral as vontades criadoras não se encontram em sentidos opostos, como nos contratos sinalagmáticos tradicionais. Ao contrário, estas vontades estão orientadas para a consecução de um objetivo comum.

A idéia de empreendimento, atividade, empresa a ser realizada em conjunto pelos signatários de um contrato plurilateral é de fundamental importância na caracterização deste instituto.

---

[1] ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado.* Ed. Bookseller. Campinas. 2001. Pg. 276/277.

As partes de um contrato plurilateral se obrigam a agrupar esforços pessoais e/ou recursos patrimoniais particulares para viabilizar o empreendimento no qual todos os partícipes se envolverão.

Entretanto – e diferente da figura clássica do contrato sinalagmático - as prestações das partes de um contrato plurilateral estão voltadas para a mesma direção, qual seja: a realização da atividade ou negócio conjunto.

Outro fator de relevância na figura do contrato plurilateral está na constatação de que a contribuição de cada um dos contratantes não é, por si só, a causa jurídica da prestação dos demais, em virtude da inexistência de oposição de vontades.

Deste modo, o inadimplemento de um deles não torna, em princípio, ineficaz o acordo como um todo, sendo ainda admissível, em tese, a livre entrada e saída de membros sem violação à integridade do contrato.

Saliente-se ainda que todo contrato plurilateral admite a participação de mais de duas partes, entendidas aqui como pólos específicos de direitos e obrigações decorrentes do contrato e não apenas enquanto sujeitos de direito signatários do acordo de vontades.

Pode-se objetar que esta não é uma particularidade do contrato plurilateral, já que em qualquer contrato sinalagmático é possível, ao menos em princípio, que se tenha mais de dois sujeitos de direito como partícipes do negócio jurídico.

Na generalidade dos contratos sinalagmáticos, porém, haja ou não mais de dois contratantes, estes sempre estarão agrupados em apenas dois pólos, entendidos estes como centros de direitos e obrigações decorrentes do vínculo estabelecido.

Num contrato de compra e venda, por exemplo, ainda que se tenha mais de dois contratantes, todos eles estarão necessariamente na situação de vendedores ou de compradores. Em um contrato de locação, por seu turno,

somente haverá dois pólos de direitos e obrigações (locador e locatário), sejam eles ocupados por mais de uma pessoa ou não.

Nos contratos plurilaterais, ao contrário, a cada sujeito de direito signatário do instrumento corresponderão direitos e obrigações próprios, particulares em relação aos demais.

O art. 981 do Código Civil define o contrato de sociedade em termos muito próximos àqueles ora apontados. Toma-o como o acordo entre duas ou mais pessoas (as partes) pelo qual se obrigam a contribuir com bens ou serviços (suas respectivas prestações) para o exercício de determinada atividade de natureza econômica (o objeto social) e partilha dos resultados (finalidade social).

A seguir será feita uma abordagem desta estrutura básica do contrato de sociedade, com referência às suas partes, às prestações que estabelece, seu objeto e finalidade. Tais aspectos serão, no decorrer do livro, abordados de forma individualizada, especialmente no sentido de apresentar suas eventuais peculiaridades conforme o tipo de sociedade do qual se esteja a tratar.

Podem participar de um contrato de sociedade, como regra, qualquer pessoa física ou jurídica, seja ela, no caso das últimas, de direito privado (art. 44 do Código Civil) ou de direito público interno (art. 41 do Código Civil).

Com relação às pessoas físicas, vale lembrar que a capacidade civil não é requisito para ser sócio. O art. 974 par. 3º do Código Civil (com redação dada pela Lei n. 12.399/2011) admite a constituição de sociedades empresárias com sócios civilmente incapazes, desde que cumulativamente se observe três requisitos, a saber: o sócio incapaz não pode exercer a administração da sociedade, o capital social deve ser totalmente integralizado e, por fim, o sócio relativamente incapaz deve ser assistido e o

absolutamente incapaz deve ser representado no exercício de seus direitos.

Ao tomarem parte no contrato de sociedade os sócios se obrigam, nos termos do art. 981 do Código Civil, a contribuir com determinados bens ou serviços, sendo essa a prestação característica do vínculo de natureza societária.

O dever de integralização do sócio consiste, deste modo, na obrigação que ele assume de contribuir para a formação de um conjunto de bens cuja expressão monetária é denominada capital social. São estes bens e recursos financeiros, provenientes do patrimônio dos sócios, que viabilizarão a realização, pela sociedade, de seu objeto e finalidade.

Sobre o objeto e finalidade do contrato de sociedade, tratam-se de aspectos essenciais de sua estrutura, com bem estabelecido no art. 981 do Código Civil. São, entretanto, definições conexas, o que justifica mais detida abordagem do tema.

Vale também lembrar que a classificação das sociedades quanto ao seu objeto é questão de grande importância, pois é a partir deste critério que se define, em princípio, o regime jurídico aplicável a elas.

Antes de classificar as sociedades, nos termos do Código Civil, conforme o seu objeto, é conveniente distinguir entre o que é considerado objeto social e o que se pode chamar de finalidade social.

Objeto social é a espécie ou modalidade de atividade econômica para a qual foi criada a sociedade. Identifica-se como objeto social aquela "atividade econômica" que, nos termos do art. 981 do Código Civil, é inerente a qualquer contrato de sociedade.

Finalidade ou fim social é, por outro lado, o objetivo final das pessoas físicas ou jurídicas que decidem firmar um contrato de sociedade. É, portanto, aquilo que o art. 981 do Código Civil expressa como "partilha, entre si,

dos resultados" econômicos advindos do exercício do objeto social.

A finalidade de qualquer sociedade está, conforme estabelecido no Código Civil, na obtenção de lucro e, mais do que isso, na partilha deste entre os seus sócios. Toda sociedade tem, portanto, a mesma finalidade ou fim social, sob pena de descaracterizar-se como tal. Não é possível, desta forma, classificar as sociedades conforme sua finalidade ou fim social, ao menos segundo a sua atual disciplina no Código Civil.

Já a atividade econômica a ser exercida como meio para se alcançar o lucro é que foi dividida, pelo Código Civil, conforme sua natureza empresarial ou não.

As sociedades que exerçam atividades de natureza empresarial (ou seja, cujo objeto social seja o exercício de uma empresa) são, nos termos do art. 982 do Código Civil, chamadas de sociedades empresárias. Já aquelas sociedades cujo objeto social seja uma atividade econômica – ou seja, com finalidade de lucro - mas natureza não empresarial são, nos termos do Código, chamadas de sociedades simples[2].

Neste sentido – e como é a regra geral estabelecida pelo art. 982 do Código Civil - a sociedade limitada é classificada como sociedade simples ou sociedade empresária conforme a natureza da atividade para a qual tenha sido constituída[3].

---

[2] Considera-se de natureza empresarial qualquer atividade econômica – é dizer, de finalidade lucrativa - englobada pelo art. 966, *caput* do Código Civil. Tais atividades são, nos termos do Código, empresas. Já as atividades econômicas que estejam fora desta abrangente definição (como, por exemplo, as enumeradas no art. 966 par. único do Código Civil) são, por exclusão, definidoras do que sejam sociedades simples.

[3] A Lei n. 6.404/76 estabelece, em seu art. 2º, que pode ser objeto da sociedade anônima qualquer *empresa* de fim lucrativo, não contrária à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

Vale lembrar, porém, que o texto deste artigo deve ser interpretado sob o prisma do Código Civil de 2002, que, como visto, dividiu as

Se a sociedade limitada foi constituída para o exercício de atividade de natureza empresarial ela será, para todos os efeitos, uma sociedade empresária. Se, por outro lado, a sociedade limitada foi criada para o exercício de uma atividade econômica desprovida de natureza empresarial ela será uma sociedade simples, quanto ao seu objeto e regime jurídico.

Nesta segunda hipótese a sociedade limitada não será regida pelo direito empresarial. A sociedade limitada, se simples quanto ao seu objeto é disciplinada, já a partir de sua constituição, pelas regras civis e não empresariais[4].

A Sociedade Limitada tem seu regime jurídico disciplinado pelos artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil brasileiro e é – como os demais tipos societários – definida a partir da responsabilidade que seus sócios assumem pelos débitos contraídos em nome da pessoa jurídica.

A disciplina legal da Sociedade Limitada completa-se, como estabelecido pelo art. 1.053 do Código Civil, pelo emprego de normas supletivas, as quais serão, em princípio, aquelas dos artigos. 997 a 1.038 do Código Civil, referentes às sociedades simples[5].

---

atividades de finalidade lucrativa em empresariais ou não, conforme sua adequação ou não ao texto do seu art. 966, *caput*.

Assim, as sociedades anônimas podem ter, como objeto social, qualquer atividade econômica de finalidade lucrativa – de natureza empresarial ou não, portanto - desde que não contrária à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

O mais importante é salientar que, independentemente da natureza empresarial ou não do objeto da companhia, será ela sempre sujeita ao regime do direito da empresa, como expressamente fixa o art. 982 do Código Civil.

[4] Como se verá adiante, as sociedades anônimas são sempre de natureza empresarial, independentemente de seu objeto (art. 982 par. único do Código Civil).

[5] O termo Sociedade Simples tem, no Código Civil, duas diferentes conotações. A primeira delas – a que se chama de sentido genérico do

Porém, e como estabelecido pelo art. 1.053 par. único do Código Civil, o contrato social da sociedade limitada poderá remeter, como regime supletivo, às normas das sociedades por ações, consolidadas na Lei n. 6.404/76. Sobre esta questão é importante esclarecer alguns pontos.

Em primeiro lugar, a regência supletiva somente pode ser invocada em caso de lacuna nas normas específicas das sociedades limitadas, ou seja, somente quando não houver, nos artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil, tratamento normativo do assunto é que se poderá aplicar, conforme haja previsão contratual ou não, as normas das sociedades por ações ou das sociedades simples.

Outra questão sobre o tema é referente às eventuais cláusulas contratuais estabelecidas para preencher as lacunas existentes nas normas específicas das sociedades limitadas (artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil).

Tome-se, por exemplo, o caso do Conselho de Administração, órgão não referido no Código Civil – tanto nas normas da sociedade limitada quanto da sociedade simples – mas expressamente estruturado, em seus aspectos fundamentais, na Lei das S.A (Lei n. 6.404/76).

O contrato de sociedade limitada pode expressamente prever a existência do Conselho de Administração em sua estrutura organizacional. Pode ainda, independentemente de qual seja a regência supletiva

---

termo – significa qualquer sociedade (exceto a anônima) cujo objeto social seja desprovido de natureza empresarial. É a sociedade de objeto civil e, por isso, apartada do direito empresarial.

Sociedade Simples também designa um determinado tipo, espécie ou modelo de sociedade – seu sentido específico – cujas normas constam dos artigos 997 a 1.038 do Código Civil. Este modelo de sociedade só pode ser criado para atividades de natureza civil (artigo 983 do Código Civil) estando, portanto, sempre fora do alcance do direito empresarial. Apesar disso, trata-se do regime jurídico supletivo a princípio aplicável, como se demonstra, às sociedades limitadas.

estipulada para a sociedade, discipliná-lo com regras contratuais próprias, mesmo que diferentes daquelas que regem este órgão na Lei das S.A.

O contrato social não pode afrontar as normas de ordem pública especificamente criadas para a sociedade limitada (artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil), mas pode preencher as lacunas existentes nestes dispositivos legais. Neste caso, tal previsão contratual prevalecerá inclusive sobre as normas do regime supletivo da sociedade em questão, seja ele qual for.

Vale repetir que, em matéria de sociedade limitada, a orientação adotada pelo Código Civil foi a de privilegiar, na disciplina dos direitos e deveres dos sócios, a autonomia privada. Assim, são relativamente poucas as normas aplicáveis especificamente às sociedades limitadas que não possam ser derrogadas por disposição contratual.

A prevalência da autonomia privada na disciplina dos direitos e deveres de sócios nas sociedades limitadas explica-se e justifica-se, como demonstrado no capítulo anterior, pelo relativamente baixo custo de transação entre os sócios e menor assimetria de informação entre eles. Do mesmo modo, a autonomia privada deve prevalecer também quando se trata do preenchimento de lacunas na legislação específica.

Portanto os sócios podem preencher, mediante cláusula do contrato social, as lacunas deixadas pelos artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil, de maneira a disciplinar sua relação jurídica sem ter que necessariamente acatar a regra supletiva advinda seja do Código Civil ou da Lei das S.A.

Conclui-se então que as normas supletivas da sociedade limitada somente podem ser aplicadas a ela em caso de inexistência de previsão específica nos artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil e desde que omisso o contrato social no preenchimento da lacuna normativa.

Por outro lado, deve-se ressalvar que a aplicação supletiva das regras das sociedades por ações às limitadas não se faz indistintamente[6]. Caso assim se procedesse, a mera previsão contratual de aplicação supletiva das normas das sociedades por ações faria recair sobre a limitada vários institutos e situações não previstas em suas normas específicas, como por exemplo a obrigatoriedade de preenchimento de uma série de livros contábeis (art. 100 da Lei 6.404/76).

De forma a evitar esta absurda conclusão, é preciso deixar claro que o regime supletivo das sociedades limitadas serve para preencher as lacunas de suas normas específicas (art. 1.052 a 1.086 do Código Civil) e de seu contrato social exclusivamente naqueles assuntos que estejam tratados em uma ou noutro.

É, por exemplo, o caso das normas específicas das sociedades limitadas referentes à sua administração. Estas normas omitem-se quanto aos deveres e responsabilidade do administrador, sendo, portanto, de alcance do regime supletivo a função de disciplinar o tema.

O mesmo se deve salientar quanto ao contrato social. Se – novamente como exemplo - o acordo de vontades cria um conselho de administração na sociedade limitada mas deixa de disciplinar sua estrutura, deve-se fazer uso das normas supletivas.

Portanto, o regime supletivo da sociedade limitada supre as normas especificas deste tipo societário e o contrato social apenas quando estes mencionam um assunto ou órgão mas deixam de regulá-lo por completo.

---

[6] *"Por isso, parece-nos que o contrato social precisa deixar claramente estabelecido em que assunto deve ser aplicada a referida lei* [Lei das S.A] *e, além disso, regular, suplementarmente, os institutos do anonimato que incorpora à sociedade sobre que versa.*" GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa – Comentários aos artigos 996 a 1.195 do Código Civil*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007. pg. 306.

É, porém, forçoso reconhecer também que há institutos disciplinados pela Lei das S.A (Lei n. 6.404/76) que são inaplicáveis às sociedades limitadas – independentemente de seu regime supletivo - posto que incompatíveis com a sua estrutura[7].

Sobre eles as regras específicas da sociedade limitada no Código Civil não tratam e o contrato social também não pode fazê-lo, sob pena de afrontar normas de ordem pública.

O contrato de sociedade limitada tem como cláusulas essenciais, no direito brasileiro, aquelas previstas no art. 997 do Código Civil, aplicável por determinação expressa e específica – portanto, não supletiva – do art. 1.054 do mesmo texto legal.

Nem todas as cláusulas previstas pelo art. 997 do Código Civil são aplicáveis à sociedade limitada, dada a existência de regra específica na lei em sentido oposto. São os casos dos números V, VII e VIII, já que, por previsão legal expressa e específica, a sociedade limitada tem regras próprias de responsabilidade dos sócios e não admite a contribuição exclusiva com serviços.

O contrato de sociedade pode resultar, como se demonstrará a seguir, na criação de um novo sujeito de direitos e obrigações próprias, consistente na pessoa jurídica societária.

2 – A constituição da personalidade jurídica da sociedade

Desde seus remotos e primitivos agrupamentos a humanidade manifesta constante tendência a realizar em grupo as atividades comuns. Ainda em estágio embrionário de sua evolução cultural as pessoas já percebiam o quanto

[7] CARVALHOSA. Modesto. *Comentários ao Código Civil – parte especial – Do Direito de Empresa*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 45.

multiplicavam os resultados se, em prol de um mesmo objetivo, unissem seus esforços.

Não tardou para que tal fenômeno se fizesse presente no regramento normativo de diversos povos, que logo trataram de regular juridicamente esta comunhão de interesses reunidos sob a forma de sociedade.

No Direito Romano as sociedades se estruturavam fundamentalmente sobre o caráter familiar que invariavelmente apresentavam. Tais organismos se originavam da comunhão de interesses surgida entre os herdeiros de uma mesma pessoa. Os irmãos, forçosamente agrupados em torno do patrimônio deixado pelo *pater familias* falecido, então constituíam uma sociedade, onde se destacava intensamente o caráter pessoal - *intuitu personae* - do vínculo surgido.

Este perfil personalista assumido pelas sociedades conhecidas do Direito Romano acabou por constituir, durante muito tempo, o principal elemento característico dos vínculos societários em geral, tendo influenciado decisivamente a orientação adotada pelo Código Napoleônico de 1807 e por todos aqueles que o seguiram, em especial o Código Comercial brasileiro de 1850.

Durante a Idade Média, o reaquecimento do comércio e o efetivo surgimento do ramo jurídico destinado a ordenar as relações advindas de tal atividade tornaram as sociedades ainda mais importantes, já que passaram a representar o instrumento legal a ser adotado por aqueles que desejassem comerciar em conjunto.

Nesta época consolidou-se a distinção entre o regime jurídico civil ou comum e o regime jurídico comercial, este último destinado àqueles que se dedicavam à prática habitual de atos de comércio com intuito de lucro. Afastaram-se também as noções de sociedades civis e sociedades comerciais, estas últimas definidas conforme o objeto - realização de atos de comércio - ou segundo a forma societária adotada.

Atualmente a utilidade do conceito de sociedade é imensa. Para corroborar tal assertiva, no campo econômico, é suficiente que se remeta à porcentagem das atividades econômicas hoje praticadas sob o manto de algum dos tipos societários previstos em nossa legislação.

Já no terreno normativo basta mencionar, para que se constate o grande interesse a respeito do assunto, a constante sofisticação das formas societárias criadas pelos ordenamentos legais, cujo ápice é, via de regra, a sociedade anônima.

O conceito e a disciplina jurídica das sociedades, pelo menos no que tange ao direito brasileiro, se funda sobre a noção de pessoa jurídica.

No Direito brasileiro, a inserção da noção de pessoa jurídica e sua aplicação às sociedades não se verificou, ao menos de forma expressa, com a entrada em vigor do Código Comercial de 1850. Seguiu-se forte discussão doutrinária acerca da matéria, com alguns defendendo a personalidade autônoma de tais entes enquanto outros a negavam.[8]

Esta situação de relativa incerteza veio a encerrar-se quando da promulgação do Código Civil de 1916, que dispôs expressamente, em seu art. 16, I e II, sobre a personalização das sociedades civis e comerciais.

O Código Civil de 2002 por sua vez, não altera a questão, dispondo, em seu art. 44, I, que as sociedades são pessoas jurídicas de direito privado.

A personificação é, portanto, regra que alcança todas as espécies societárias previstas pela legislação, excetuadas a sociedade em conta de participação - que, em

[8] Sobre a divergência doutrinária acerca da personalidade jurídica das sociedades comerciais no direito brasileiro, anterior a 1916, veja: CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial. Volume III. Livro II. Parte III.* 5ª Edição. Livraria Freitas Bastos. 1954. pg. 80 e segs.

virtude de sua particular estrutura, somente vigora entre seus membros - e a sociedade Em comum.

Ressalte-se, entretanto, que para alcançar o *status* de pessoa jurídica, a comunhão de interesses representada pela sociedade deve cumprir rigidamente as exigências legais atinentes à sua criação e, principalmente, ao devido registro dos seus atos constitutivos.

A cargo das Juntas Comerciais – no caso das sociedades empresárias - ou dos Cartórios de Registro Civil de Pessoas Jurídicas – para as das sociedades simples - o registro do contrato ou estatuto social é providência essencial à personificação destas entidades (artigos 45 e 985 do Código Civil).

3 – O contrato de Sociedade Limitada e suas cláusulas essenciais

A Sociedade Limitada tem seu regime jurídico disciplinado pelos artigos 1.052 a 1.086 do Código Civil. Como é regra no direito brasileiro, a definição deste modelo de sociedade se dá a partir do tipo de responsabilidade que os sócios assumem pelas dívidas decorrentes do empreendimento.

O art. 1.052 do Código Civil fixa para os sócios, neste tipo, a regra da responsabilidade limitada. Isto significa que ao criarem este modelo de sociedade os integrantes conseguem apartar seus bens particulares das dívidas em comum.

A responsabilidade do sócio de uma sociedade limitada está, em princípio, restrita ao valor de sua respectiva quota/fração no capital social, o qual é livre e consensualmente estabelecido, entre e por eles, no ato da elaboração do contrato.

Portanto, todos os sócios devem obrigatoriamente contribuir, na forma e modo contratualmente fixados, para a formação do capital social. Esta contribuição pode se efetivar com dinheiro ou quaisquer bens suscetíveis de

avaliação econômica, sendo, entretanto, absolutamente vedada a cláusula que preveja para algum membro a contribuição exclusivamente em serviços (art. 1.055 par. 2o).[9]

Há, porém, importante aspecto da responsabilidade dos sócios quotistas a ser abordado. Trata-se da regra de solidariedade prevista no art. 1.052 do Código Civil, o qual estipula, para a Sociedade Limitada, que todos os sócios são solidariamente responsáveis pela integralização do capital social, regra que os coloca como garantidores das quotas uns dos outros[10].

Assim, ainda que o sócio realize, no tempo e modo previstos, sua parcela do capital social, ele pode ser demandado, pelos eventuais credores da pessoa jurídica, a honrar os valores eventualmente não integralizados por qualquer dos outros integrantes da sociedade.

Desta forma, cada sócio integraliza sua quota no capital social e fica legalmente como garantidor – solidário aos demais membros – das eventuais quotas não

---

[9] Pode-se entender esta inadmissão do sócio de serviços dada a responsabilidade dos sócios de sociedade limitada. Como, em princípio, seu patrimônio pessoal não garante os credores da pessoa jurídica, esta deve tter um conjunto de bens suscetíveis de garantir os seus credores. Tal conjunto é exatamente o capital social.

[10] É possível justificar-se esta regra de garantia mútua na integralização de quotas de sociedade limitada com a consideração de que neste tipo societário inexiste exigência de prova, em relação a terceiros, tanto da efetivação da transferência do valor das quotas para o patrimônio da pessoa jurídica quanto da realização de avaliação externa dos bens utilizados na integralização do capital social.

Se apenas os sócios são os responsáveis por fiscalizar a efetiva integralização do capital e também a pertinência dos valores atribuídos aos bens a serem utilizados na operação, afigura-se correto responsabilizar-lhes, em solidariedade, tanto pelo descumprimento, por qualquer deles, de seu dever de integralização quanto pelas eventuais superavaliações dos bens usados para a composição do capital social.

integralizadas, até que seja a totalidade do capital social constituída em favor da pessoa jurídica[11].

O art. 1.054 do Código Civil fixa as cláusulas essenciais do contrato de Sociedade Limitada ao remeter, no que couber, ao art. 997 do Código, o qual se dedica ao elenco das cláusulas essenciais do contrato de sociedade simples.

Os sócios são, como dito, as partes deste acordo de vontades que é, em essência, a sociedade. Natural que a primeira providência do contrato social seja, como exige o art. 997 do Código Civil, elencar e qualificar seus participantes.

Da sociedade limitada podem fazer parte, na condição de sócio, quaisquer pessoas físicas e jurídicas[12], tenham estas últimas o objetivo de lucro ou não, como no caso de associações e fundações.

Quanto aos sócios pessoas físicas, a regra é a exigência da plena capacidade civil, mas admite o art. 974 par. 3º do Código Civil que, se atendidos os requisitos ali estipulados[13], a pessoa física relativa ou mesmo absolutamente incapaz possa nela figurar como sócio.

---

[11] Relevante lembrar que uma vez integralizadas todas as quotas do capital social, opera-se a já lembrada separação entre o patrimônio dos sócios e as dívidas da pessoa jurídica.

A partir desta integralização, mesmo que futuramente o capital social seja insuficiente para honrar as obrigações da sociedade, não se poderá invocar a responsabilização dos sócios, já que terão eles cumprido, na forma do art. 1.052 do Código Civil, seu dever de compor, nos termos do contrato, o capital da sociedade.

[12] A condição de sócio pode ser ocupada mesmo por entidades desprovidas da condição de pessoa jurídica, como os fundos de investimento, que merecerão abordagem específica no Capítulo III deste trabalho.

[13] A pessoa relativa ou absolutamente incapaz poderá ser sócia da sociedade limitada se devidamente representada ou assistida no exercício de seus direitos, não figurar ou exercer qualquer atividade

Com relação ao objeto social trata-se, como salientado, da(s) espécie(s) de atividade(s) econômica(s) para a(s) qual(is) foi criada, com finalidade de lucro, a sociedade.

Sua previsão contratual, de forma completa e detalhada, é obrigatória e tem, nas Sociedades Limitadas, o poder de definir seu regime jurídico – civil ou empresarial – conforme as atividades previstas para a pessoa jurídica sejam ou não características de empresário sujeito a registro (art. 982 do Código Civil).

Assim, se a Sociedade Limitada tiver por objeto uma atividade econômica sem natureza empresarial – como as elencadas pelo art. 966 par. único do Código Civil – estará ela sujeita ao regime jurídico civil e não ao direito de empresa.

O nome empresarial da Sociedade Limitada deve também constar do contrato social. A teor do art. 1.058 do Código Civil, este tipo societário poderá adotar firma ou denominação, sempre integradas pela palavra "limitada" ao final, escrita por extenso ou abreviadamente.

As Sociedades Limitadas podem se constituir por prazo determinado ou indeterminado de duração, mas a opção dos sócios deve ser expressa no contrato e, caso se pretenda constituí-la por prazo determinado, é igualmente necessária a expressa referência à data escolhida para o encerramento das atividades sociais.

Já a cláusula contratual que fixa a sede da sociedade é obrigatória principalmente porque indica o local e a jurisdição onde a pessoa jurídica responderá, regra geral, pelos atos por ela praticados.

O valor, divisão e forma de integralização do capital social são, juntamente com a previsão dos poderes e modo de indicação dos administradores, as outras cláusulas

---

administrativa e desde que o capital social já esteja completamente integralizado.

obrigatórias do contrato social. A análise de seus aspectos mais relevantes será feita quando tratados respectivamente os temas do capital social e administração da sociedade.

4 – A constituição da sociedade anônima e suas peculiaridades

O processo de constituição de uma sociedade anônima – ou companhia – tem detalhado regulamento nos artigos 80 a 99 da Lei n. 6.404/76 e está dividido em três fases distintas e cronologicamente ordenadas.

Na primeira delas - denominada de requisitos preliminares - a pessoa jurídica ainda não existe e nem existirá após o encerramento desta fase. O objetivo aqui é encontrar os interessados em fazer parte da sociedade em constituição – os futuros sócios – e também agregar o capital necessário à realização do empreendimento.

A condução desta fase fica sob a responsabilidade daqueles a quem a Lei n. 6.404/76 chama de fundadores. Eles podem ser ou não futuros acionistas e, grosso modo, são aquelas pessoas que tomam a decisão de criar a companhia.

A fase dos requisitos preliminares está, como estipulado pelo art. 80 da Lei n. 6.404/76, subdividida em três momentos distintos e também subsequentes. São eles a subscrição do capital social, a sua realização e, por fim, o seu depósito.

Subscrever capital significa, em direito societário, assumir a obrigação de transferir à sociedade – neste caso, ainda em formação - o valor correspondente a certa fração do capital social em troca do direito de figurar como sócio na pessoa jurídica em constituição.

A criação da companhia começa, portanto, com a procura por interessados em subscrever a totalidade do valor fixado como capital da sociedade em constituição e, no futuro, integrar seu quadro de sócios.

A integralidade do capital social deve ser subscrita por pelo menos duas pessoas físicas ou jurídicas, e há duas formas de encontrar os interessados em fazer parte do quadro de sócios da companhia em formação. Fala-se, neste sentido, em subscrição pública ou particular do capital social.

A subscrição do capital social é publica quando se realiza por qualquer das formas previstas pelo art. 19 par. 3º da Lei n. 6.385/76[14], que estabelece, como se viu, as normas fundamentais do funcionamento e estrutura do mercado de valores mobiliários.

A partir do texto do art. 19 par. 3º da Lei n. 6.385/76 vê-se que, na subscrição pública, os fundadores lançam, através do mercado de valores mobiliários, uma espécie de convite, aos investidores em geral, para participar da companhia em criação. Este convite é formalizado pelos meios ali previstos.

Trata-se, obviamente, de uma captação pública de recursos, no sentido já explicitado no capítulo sobre o mercado de valores mobiliários. Justifica-se, então, aplicar-se nesta operação o rigor fiscalizatório e regulamentar destinado a segurança deste delicado mercado.

Deste modo, constituir uma companhia valendo-se de subscrição pública de capital exige o cumprimento de dois requisitos específicos, os quais estão descritos no art. 82 da Lei n. 6.404/76.

Um destes requisitos consiste na participação, nesta fase, de instituição financeira, a qual deverá funcionar como

---

[14] *Art 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão [de Valores Mobiliários] (...)*

§ 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

intermediária - e possível garantidora - na captação de recursos dos subscritores e responderá, assim como os fundadores, pelos eventuais prejuízos decorrentes do fracasso no processo de constituição da companhia (Lei n. 6.404/76 art. 92).

A esta instituição financeira cabe, em essência, o papel de receber – mediante pagamento de comissão - os aportes feitos pelos subscritores do capital da sociedade em formação (art. 85 da Lei n. 6.404/76) e mantê-los em depósito, até que ultimado o processo de constituição da pessoa jurídica.

A pessoa interessada em subscrever o capital da companhia em constituição formaliza tal operação adquirindo os boletins de subscrição – disciplinados com o nome de boletins de entrada no art. 85 da Lei n. 6.404/76 - disponíveis na instituição financeira intermediária da operação.

Este documento faz referência a um determinado número de ações da futura companhia, sendo que os adquirentes destes boletins têm, mediante a quitação do valor neles mencionado, o direito de receber a quantidade, espécie e classe de ações ao qual correspondam.

Além de intermediar a negociação dos boletins de subscrição, a instituição financeira ligada à constituição da companhia poderá se obrigar a adquirir as parcelas do capital social eventualmente não subscritas, ou mesmo adquirir a totalidade do capital social para posteriormente – e em nome próprio – negociá-lo com subscritores.[15]

---

15 *"O contrato de intermediação, a ser firmado com a instituição financeira, também chamado de contrato de* 'underwriting'*, ora envolverá o compromisso firme de adquirir todas as ações para depois coloca-las no mercado em nome próprio, ora corresponderá ao um esforço de colocação das ações em determinado prazo, com o compromisso de aquisição do saldo não colocado (*stand by*), ora representará um mero esforço de colocação, sem garantia de subscrição do saldo (*best effort*). A comissão cobrada pela instituição financeira será tanto maior quanto mais firme for a sua garantia de colocação. Os bancos, nas grandes emissões, organizam um grupo*

Vê-se claramente aqui a preocupação em se assegurar a credibilidade financeira do processo constitutivo da companhia, principalmente quando o mesmo se realiza a partir da captação pública dos valores que integrarão o capital social.

O outro requisito específico estipulado para os casos de constituição da companhia através de subscrição pública do capital consiste na realização de prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários.

Este pedido de registro deve ser instruído com os documentos elencados pelo art. 82 par. 1º da Lei n. 6.404/76. São eles: um estudo da viabilidade econômica e financeira do empreendimento, o projeto dos estatutos da companhia em constituição (art. 83 da Lei n. 6.404/76) e o prospecto assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária da operação.[16]

A CVM tem o poder de negar o registro da emissão, se considerar inviável ou temerário o empreendimento, ou inidôneos os fundadores. Pode também a autarquia exigir modificações no projeto de estatutos apresentado pelos fundadores (art. 82 par. 2º da Lei n. 6.404/76), sempre com a finalidade de preservar a legalidade, a eficiência e a equidade no mercado de valores mobiliários.

Considera-se particular qualquer outra forma de subscrição do capital social que não seja uma daquelas elencadas no art. 19 par. 3º da Lei n. 6.385/76. Trata-se,

---

*(*pool*) ou consórcio de instituições financeiras que, sob a liderança de um ou alguns, subdividem entre si o compromisso assumido perante o emitente."* BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário.* 14ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 209.

[16] O prospecto tem seu conteúdo mínimo fixado no art. 84 da Lei n. 6.40476. Este refere-se basicamente ao valor e forma de integralização do capital da companhia em constituição, ao número, espécie e classe de ações previstas, aos fundadores e à intermediária financeira da subscrição.

então de uma noção residual. Em geral, nestes casos, os futuros acionistas já estão previamente convidados, por haver entre eles anterior acordo de vontades no sentido da constituição da companhia.

A segunda fase dos requisitos preliminares consiste na realização das parcelas de cada subscritor. Neste momento, cada um deles é obrigado a transferir os valores referentes às suas respectivas frações no capital social da futura companhia.

Embora os subscritores – futuros sócios - possam integralizar suas parcelas do capital social em dinheiro ou qualquer outro bem suscetível de avaliação pecuniária (art. 84, III da Lei n. 6.404/76), a Lei das S.A estabelece, em seu artigo 80, II, um percentual mínimo de 10 (dez) por cento do valor total do capital social a ser integralizado neste momento, necessariamente em dinheiro.

Este percentual, bem como a data de sua realização, é estabelecido pelos fundadores e expresso no prospecto e nos boletins de subscrição, devendo sua quitação se realizar na instituição financeira intermediária da constituição (Lei n. 6.404/76 arts. 84 e 85)

Estes valores serão mantidos, pela instituição financeira intermediária, em uma conta bancária em favor da sociedade em constituição e lá serão mantidos até o encerramento do processo constitutivo (Lei n. 6.404/76).

Por outro lado, há um período máximo de seis meses para que se ultime o processo de criação da companhia, sob pena de necessária e automática devolução, aos subscritores, dos valores depositados e fracasso do processo constitutivo da companhia (Lei n. 6.404/76, art. 81 par. único).

A segunda fase do processo criação de uma companhia é chamado de constituição propriamente dita. Realizada após a definição dos futuros acionistas e depósito de parte do capital social em conta bancária, esta fase se

destina a formalizar a criação da pessoa jurídica, o que se dará por uma de duas formas, legalmente previstas.

O ato de constituição propriamente dita de uma companhia pode ser uma assembleia geral com todos os subscritores do capital social. Tal assembleia se chama, na Lei n. 6.404/76, de Assembleia de Fundação, e sua disciplina está nos artigos 86 a 88[17].

Segundo o art. 87 da Lei n. 6.404/76, a Assembleia de Fundação deverá, em essência, aprovar o texto dos estatutos da companhia – o qual só poderá ser modificado por unanimidade - e eleger seus primeiros administradores e, se for o caso, fiscais.

Dela participarão todos os subscritores do capital social – ou seus procuradores com poderes especiais, conforme disposto no art. 90 da Lei n. 6.404/76 - que, além disso, poderão votar na aprovação do estatuto, qual seja a sua espécie ou classe de ações na futura companhia.

Outra modalidade de constituição propriamente dita da companhia é aquela prevista no art. 88 da Lei n. 6.404/76, e que consiste na elaboração, no Cartório de Notas da localidade, de uma escritura pública de constituição, a qual tem o conteúdo estipulado pelo artigo ora citado e será assinada por todos os subscritores ou seus procuradores, nomeados na forma do art. 90 da Lei n. 6.404/76.

É fundamental salientar que a constituição da companhia por meio de escritura pública só pode ser feita se a subscrição de seu capital se efetuou de forma particular.

---

[17] As formalidades de convocação da Assembleia de fundação são as mesmas legalmente estabelecidas para as Assembleias Gerais de acionistas, com a pequena ressalva de que, em caso de anúncio de subscrição pública em jornal, o mesmo veículo de comunicação deve ser usado para publicar o edital de convocação para a Assembleia de Fundação (art. 86 par. único da Lei n 6.404/76).

A terceira e última fase dos atos constitutivos de uma companhia consiste nas chamadas formalidades complementares, disciplinadas nos artigos 94 a 99 da Lei n. 6.404/76.

Estas formalidades complementares são cumpridas já pelos primeiros administradores da companhia, os quais foram eleitos na assembleia de fundação ou nomeados na escritura de constituição. O objetivo aqui é dar tornar oponível a terceiros a criação da pessoa jurídica.

São duas as formalidades complementares de constituição. Uma é o registro dos atos constitutivos na Junta Comercial do Estado no qual funcionará a companhia e a outra é a publicação destes atos de constituição no Diário Oficial (art. 94 da Lei n. 6.404/76).

5 – A dicotomia fundamental das sociedades anônimas: companhias abertas e fechadas

A distinção entre sociedades anônimas abertas e fechadas está estabelecida no art. 4º da Lei n. 6.404/76 e tem por critério a autorização ou não para realização de captação pública de capital, através do mercado de valores mobiliários.

Chama-se de sociedade anônima aberta – ou sociedade anônima de capital aberto – aquela cujas ações e outros valores mobiliários por ela emitidos podem ser negociados através das instituições que compõem este mercado, enquanto o termo sociedade anônima fechada – ou sociedade anônima de capital fechado – é, por exclusão, referente à companhia que não tem acesso a esta forma de comercialização dos valores mobiliários por ela emitidos[18].

[18] É possível mesmo aludir a uma subespécie de companhia fechada - prevista no art. 294 da Lei n. 6.404/76 - que tem por características o patrimônio líquido inferior a R$ 1.000.000,00 (hum milhão de reais) e menos de 20 (vinte) acionistas em seu quadro de sócios. José Waldecy

O acesso dos valores mobiliários emitidos pela companhia à negociação através da bolsa de valores ou mercado de balcão é uma característica exclusiva, mas não essencial, das sociedades anônimas e foi, como se vê, empregado pela Lei n. 6.404/76 como critério para classificá-las em abertas ou fechadas.

As companhias fechadas em muito se assemelham, quanto à forma de transferência da titularidade dos direitos de sócio, às sociedades limitadas. Entretanto, o mesmo não ocorre em relação à sua disciplina legal. Neste ponto, aliás, a diferença é manifesta.

As sociedades anônimas - sejam elas abertas ou fechadas - são marcadas por rígida, complexa e detalhada disciplina legal composta, em geral, por normas inderrogáveis, seja por previsão estatutária ou decisão de seus acionistas[19].

Já a sociedade limitada, ao contrário, é uma modalidade societária eminentemente contratual, na qual, em especial quanto às relações entre sócios, a legislação tem papel predominantemente supletivo.

Lucena a elas se refere como *sociedades familiares*, uma vez que são adotadas, em regra, por sócios de uma mesma família ou bastante próximos, como colegas de trabalho ou amigos (LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei. Vol. I.* Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2009. Pgs. 108/109).

As companhias fechadas que atendam aos requisitos do art. 294 da Lei n. 6.404/76 terão algumas prerrogativas particulares, as quais também se encontram ali estabelecidas. São elas: possibilidade de convocação de assembleia geral de acionistas por comunicação escrita entregue a cada um dos sócios e dispensa de publicação dos documentos do art. 133 da Lei n. 6.404/76.

[19] Por realizarem, como será demonstrado em capítulos seguintes, captação da poupança disponível na economia, as sociedades anônimas abertas são submetidas a gama ainda maior e mais elaborada de regras, as quais são, em sua maior parte, oriundas das próprias instituições que participam ou regulam o mercado de valores mobiliários.

Quais seriam, então, os motivos que levam sócios relativamente bem informados e entre os quais há, ao menos a princípio, afinidade recíproca, a optar por um regime jurídico menos flexível como o das companhias fechadas e abdicar da autonomia contratual que lhes é oferecida pelas sociedades limitadas? A análise pode ser feita a partir da noção de custos de transação.

A regulação contratual das relações intrasocietárias, tão evidente nas sociedades limitadas, obviamente gera, para os seus sócios, os custos inerentes à negociação das cláusulas disciplinadoras da relação entre eles[20].

Tais custos não se evidenciam tanto nas sociedades anônimas fechadas, uma vez que seu regime jurídico se mostra praticamente "pronto" na própria Lei, dispensando os acionistas dos custos e desgastes com a fixação de muitas cláusulas contratuais.

Por outro lado, a mutabilidade das cláusulas contratuais da sociedade limitada – e, por conseqüência, das relações intrasocietárias – por simples deliberação majoritária gera, para os sócios minoritários, maior grau de incerteza quanto aos termos da relação societária, dada a não essencialidade de vários de seus direitos[21].

Nas companhias fechadas, o poder dos estatutos é menor e também, via de conseqüência, da Assembléia

---

[20] Na elaboração de um contrato social os sócios precisam – se pretendem estabelecer eficientes regras de convívio na sociedade – dispender tempo e dinheiro na obtenção de informações sobre as diferentes alternativas contratuais, bem como precisarão arcar com o tempo e o desgaste necessários à definição, entre eles, de qual alternativa adotar na disciplina dos diferentes aspectos da relação societária.

[21] São exemplos de direitos de sócio suscetíveis de alteração, no contrato de sociedade limitada, por deliberação majoritária: proporcionalidade na distribuição dos lucros, regras de cessão de quotas, exclusão de sócio e direito de retirada e critérios de apuração de haveres.

Geral de Acionistas, o que garante aos sócios maior grau de intangibilidade de seus direitos na companhia.

Por fim, ressalte-se também que os custos de transação – ou custos de contratação - sujeitam as cláusulas do contrato social a lacunas e possíveis dúvidas interpretativas, algo potencialmente menos comum em uma sociedade marcada, como as companhias fechadas, por intenso detalhamento normativo.

Não se pense, porém, que as companhias fechadas não têm, em relação às sociedades limitadas ou às sociedades anônimas abertas, suas perdas comparativas. Ao contrário, pode-se apontar aspectos nos quais as companhias fechadas são comparativamente menos eficientes ou mais dispendiosas, para seus sócios, do que as sociedades limitadas ou companhias de capital aberto.

A título de exemplo, pode-se lembrar que a detalhada e complexa estrutura normativa das companhias fechadas acarreta alguns custos que são menos evidentes nas sociedades limitadas. Tratam-se aqui dos custos inerentes ao atendimento das próprias regras tão pormenorizadamente estabelecidas pela própria Lei n. 6.404/76[22]. Os custos para se manter uma companhia fechada em plena regularidade são mais altos do que aqueles necessários para esta mesma finalidade, em se tratando das sociedades limitadas.

Uma característica das companhias fechadas - e das sociedades limitadas, pode-se acrescer - apontada pela doutrina estrangeira é a maior suscetibilidade da minoria ao

[22] São, por assim dizer, os "custos do cumprimento da Lei das sociedades anônimas", os quais se desdobram, por exemplo, em maior gasto com a escrituração de livros contábeis e publicação de demonstrações financeiras, redação e arquivamento de atas e outros documentos obrigatórios, cumprimento de regras de convocação para deliberações, etc.

poder do controlador, em comparação com as companhias abertas.[23]

Por outro lado, os entraves contratuais ou estatutários à livre transferência dos direitos de sócios levam – nas sociedades limitadas e companhias fechadas, respectivamente - à falta de liquidez destes direitos e significativo "aprisionamento" do sócio à sociedade, algo que não ocorre nas sociedades anônimas abertas.

6 – A *affectio societatis* e a caracterização dos vínculos societários nas companhias abertas, fechadas e sociedades limitadas

É corrente, no direito societário, a referência a determinado elemento anímico inerente à constituição das sociedades em geral. Trata-se da chamada *affectio societatis*, expressão que remete à intenção dos sócios de efetivamente contratarem sociedade entre si[24].

---

[23] *"In recent years, this question has taken on critical importance, as the LLC has emerged as the favored business structure for many closely held enterprises. An LLC is a noncorporate business form that provides its owners, known as "members," with limited liability for the venture's obligations, favorable partnership tax treatment, and extensive freedom to contractually arrange the business"*. MOLL. Douglas K. Minority Oppression & the Limited Liability Company: Learning (or Not) from Close Corporation History. *University of Houston. Public Law and Legal Theory Series* 2006-A-01. Disponível em: http://*ssrn.com*/abstract=869310. *Site* consultado em 28/09/2015. Pg. 885. No mesmo sentido a seguinte afirmativa: *"The fundamental feature of closely-held corporation ownership is that shareholders are typically few in number, knowledgeable about firm operations, and involved in management. The key governance conflict is the abuse of power by the controlling shareholder"*. NAGAR. Venky. PETRONI. Kathy. WOLFENZON. Daniel. Governance Problems in Closely-Held Corporations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. October 2009. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1291612. pg. 06. Este texto fala mesmo em expropriação, pelo majoritário, dos acionistas minoritários.

[24] João Eunápio Borges ressalta, apoiado em autores como Paul Pic, Jean Kréher e Ripert, dentre outros, que a *affectio societatis* tem conteúdo essencialmente de natureza econômica, baseado na intenção dos sócios,

A *affectio societatis* acaba, neste sentido, tomada como fundamento último de existência e bom funcionamento da pessoa jurídica. Vale, entretanto, questionar se é mesmo necessário, para a manutenção da sociedade, a existência desta *affectio societatis* entre seus membros.

Em retrospectiva histórica da sociedade anônima, Tullio Ascarelli ressaltou que nesta modalidade societária uma das características é exatamente aquela que chamou de "indiferença da pessoa dos sócios à caracterização jurídica da sociedade". Fundamentado na responsabilidade limitada do acionista, Ascarelli ressaltou, sob tal título, a circunstância de, nas sociedades anônimas, a alteração no quadro original de sócios ser possível, em regra, sem necessidade de alteração dos atos constitutivos da sociedade ou mesmo do consentimento dos demais integrantes do empreendimento.[25]

As sociedades anônimas – especificamente as abertas - são, então, vistas como tipos nas quais os atributos específicos de cada sócio são indiferentes – ou pelo menos secundários, em relação ao fator financeiro - enquanto nos demais modelos societários tais aspectos pessoais dos membros seriam essenciais.[26] Sob esta ótica, os

---

no ato de constituição da sociedade, de cooperar ativamente na realização da obra ou empresa comum. Além disso, ressalta que ao termo ora discutido não se deve dar amplitude maior, vinculada, por exemplo, ao seu significado em outras expressões como *maritalis affectio.* "Affectio societatis *é apenas o consentimento, o elemento subjetivo comum e indispensável à formação de todo e qualquer contrato".* BORGES. João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre. Vol. II*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1959. pg. 19. No mesmo sentido. REQUIÃO. Rubens. *Curso de Direito Comercial. Vol. I*. 25a edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. pg. 408.

[25] ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedade Anônimas e Direito Comparado*. Ed. Bookseller. Campinas. São Paulo. 2001. pg 480.

[26] Neste sentido a muito difundida divisão entre sociedades de pessoas e de capital, conforme o grau de dependência do sucesso do empreendimento em relação às qualidades morais, técnicas ou

acionistas se agrupam *intuitu pecuniae*, enquanto os sócios das demais sociedades se vinculam *intuitu personae*.

A sociedade é, em regra, uma relação jurídica de trato sucessivo. Embora a legislação brasileira admita formas pontuais de sociedade (como a chamada Sociedade de Propósito Específico), esta modalidade de negócio jurídico é, ainda, o principal mecanismo de definição de direitos e deveres entre pessoas que pretendem manter entre si, de forma constante e cronologicamente relevante, uma relação jurídica destinada à conjugação de esforços e recursos para o exercício de mesma atividade econômica.

Outra característica importante está na intensidade da relação entre os sócios. A sociedade é, além de um vínculo cronologicamente duradouro, igualmente relevante quando se pondera que ela estabelece alto grau de interação financeira e patrimonial entre os seus componentes, os quais conjugam parte de seus bens pessoais no ato de constituição, partilham seus lucros e permanecem juntos no que diz respeito ao constante risco de insolvência e aos casos de responsabilidade ilimitada pelos débitos da pessoa jurídica.

Por outro lado, os atos a serem praticados pela sociedade não são negociados, mas deliberados pelos sócios, o que significa que a negociação - ou transação, no sentido econômico do termo - entre os componentes, marcante no momento da criação da sociedade, perde espaço, ao longo de sua existência, para a situação de predomínio de uma vontade sobre a outra, baseado na formação de maiorias e minorias no quadro de sócios[27].

---

intelectuais de seus sócios. TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol. I.* 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2009. pg. 280.

[27] *"Encontros e desencontros entre maiorias e minorias na sociedade anônima são uma constante, sendo mesmo um componente da dinâmica deste tipo societário e da predominância da maioria com o uso do seus poder de decisão para impor sua vontade."* SCISINIO. Alaôr Eduardo. *As maiorias acionárias e o abuso do direito.* Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1998. Pg. 47.

A constituição de uma sociedade é marcada pelo acordo de vontades entre todos os sócios. Majoritários ou minoritários, todos participam igualmente da elaboração dos atos constitutivos e a manifestação livre de vontade de cada um deles é igualmente necessária à validade do ato de elaboração do contrato social. Todos concordam em assumir, na sociedade que se cria, os direitos e deveres daí decorrentes.

Durante a existência da sociedade, entretanto, os atos a serem por ela praticados são, como salientado, decididos pelos sócios através de um mecanismo - as deliberações societárias - que incentiva o conflito de vontades e não o seu consenso, o seu acordo.

A desigualdade de ingerência sobre os negócios sociais acaba por colocar os sócios, nas constantes deliberações societárias, nas posições de vencido e vencedor, tornando aquele original paralelismo de interesses em situações de contraposição, senão de interesses - pois pressupõe-se que todos queiram o melhor para a sociedade - ao menos de vontades, em relação às atividades sociais.

A continuidade temporal da sociedade, a sua significativa intensidade de envolvimento patrimonial entre os sócios e as constantes deliberações ao longo de sua existência (com a ressaltada conseqüência do surgimento dos grupos majoritário e minoritário) são fatores que contribuem significativamente para corroer a original *affectio* entre os integrantes e convertê-la em clima de animosidade e divergência.

Uma das maiores preocupações do atual direito empresarial – e, via de consequência, do direito societário – está na preservação da empresa, enquanto organismo econômico, para consecução de sua evidente função social.

Não se pode, em virtude disso, admitir que a existência e bom funcionamento da pessoa jurídica societária e da organização empresarial fiquem

essencialmente atrelados ao bom relacionamento entre os sócios. O direito societário deve propiciar formas de se permitir a manutenção da sociedade – e da empresa – mesmo em situações nas quais os seus sócios não mantenham mais a original *affectio societatis*.

É exatamente quando falta a harmonia original entre os sócios que o direito societário deve oferecer soluções eficientes que permitam à sociedade e à empresa permanecerem em funcionamento, apesar da divergência entre as partes do contrato social. O direito societário é, neste sentido, mais útil para tentar regular a falta de *affectio societatis* do que o regramento necessário à disciplina de relações societárias fundadas na harmonia entre as partes. Quão menor for o grau de *affectio societatis*, mais necessária uma eficiente regulação jurídica.

É por isso que, a título de exemplo, a Lei das S.A (Lei n. 6.404/76) estrutura-se sobre intrincadas garantias e direitos intangíveis para os sócios minoritários, como os casos de quóruns qualificados para determinadas deliberações, representação de minorias societárias na administração da companhia, restrições ao exercício do poder de controle e outros.

Dada sua pressuposta rigidez no quadro de sócios - ao contrário das anônimas abertas e sua constante alteração de acionistas – é nas companhias fechadas que, com o decorrer do tempo, mais provavelmente ocorra o desgaste das relações internas e, por isso, verifique-se a quebra da harmonia inicial entre os acionistas.

Some-se esta observação à impossibilidade de livre negociação dos direitos de sócio e se perceberá que as companhias fechadas são, como as sociedades limitadas, institutos mais carecedores de mecanismos societários eficientes na tentativa de manter a pessoa jurídica e a empresa mesmo quando ausente a inicial *affectio societatis*.

CAPÍTULO III

Estrutura e funcionamento do mercado de valores mobiliários

1 – Captação de poupança e intermediação financeira

A compreensão da organização e funcionamento dos mercados de valores mobiliários em geral, e do brasileiro em particular, depende da abordagem de alguns conteúdos essencialmente econômicos.

Inicialmente, deve-se salientar que os agentes econômicos (sejam eles pessoas físicas ou jurídicas) subdividem-se, conforme seu fluxo patrimonial, em superavitários ou deficitários.

Agentes econômicos superavitários são aqueles que se abstém voluntariamente de consumir parte da riqueza por eles produzida. Sua necessidade ou vontade de consumo é, ao menos no momento presente, inferior à sua geração de riqueza, o que os torna capazes de poupar - armazenar, guardar - parte de seus ganhos.

O termo poupança refere-se exatamente ao percentual dos recursos financeiros de um agente econômico que não é por ele consumido, ou seja: poupança é a riqueza produzida e não consumida – no momento presente - por um determinado agente econômico.

Essa riqueza produzida e não consumida é, entretanto, almejada pelos agentes econômicos deficitários, caracterizados como aqueles que têm uma necessidade ou pretensão de utilização de riqueza maior do que a sua capacidade de gerá-la, ao menos no momento presente.

Uma sociedade por ações, por exemplo, necessita de captar parte da poupança acumulada pelos agentes econômicos superavitários para, com ela, promover investimentos (entendidos esses como a aplicação de

recursos financeiros em bens de produção) que, por sua vez, contribuirão para o aprimoramento de sua atividade econômica e, no futuro, para sua maior geração de riqueza.

O funcionamento eficiente do sistema econômico depende, portanto, de mecanismos igualmente eficientes em possibilitar a "canalização" da poupança acumulada pelos agentes superavitários em direção às pessoas físicas e jurídicas (especialmente as de natureza empresarial) que dela necessitam para otimizar sua capacidade produtiva.

Um nível adequado de geração de poupança e mecanismos eficientes de alocação da riqueza poupada viabilizam maior investimento e financiamento das atividades e agentes deficitários, com o consequente aumento na capacidade deles de futura geração de mais riqueza.

Chama-se de intermediação financeira a atividade que efetua essa "aproximação" entre agentes econômicos superavitários e deficitários, com o objetivo de permitir que a riqueza poupada por aqueles venha a financiar os investimentos pretendidos por esses.

Note-se que a estrutura patrimonial dos intermediários financeiros tem, em sua essência, particularidade que em muito ajuda a compreender seu papel básico no funcionamento do mercado[1]: estes intermediários captam à vista – momento presente - a poupança dos agentes superavitários, para repassá-las a crédito - ou seja, com recebimento futuro - aos agentes deficitários. Tornam-se, assim, devedores à vista dos depositantes e credores a prazo dos mutuários.

---

[1] A intermediação financeira não tem exclusivamente o papel aqui descrito. Ao contrário, sua participação no funcionamento das economias de mercado é ampla e fundamental. Sobre estas diversas funções, confira: GORTON. Gary. WINTON. Andrew. Financial intermediation. *National Bureau of Economic Research*. Working paper n. 8928. 2002. Cambridge.

Obviamente, como entidades de finalidade lucrativa, as instituições dedicadas a intermediação financeira realizam essa captação e direcionamento de capital com o objetivo de auferir os ganhos decorrentes da diferença entre os valores pelos quais remuneram seus poupadores e aqueles que cobram, pelo uso dos recursos financeiros disponibilizados, de seus mutuários.

O agente econômico poupador confia seus recursos financeiros não consumidos ao intermediário pois recebe, deste último, juros e correções que servem para ao menos preservar (ou mesmo aumentar) o poder de compra dos valores poupados.

Já o agente econômico deficitário, ao tomar, como mutuário, valores em um intermediário financeiro, assume também a obrigação de lhe remunerar, igualmente por meio de juros e outras previsões similares, pelo uso dos recursos.

É certo que os índices pelos quais o intermediário financeiro remunera seus poupadores é inferior àqueles cobrados dos usuários do capital. Dá-se o nome de *spread* à diferença entre estes dois índices ou taxas de juros, a primeira sendo aquela pela qual o intermediário financeiro remunera seus credores e a segunda a cobrada, por tal intermediário, de seus mutuários.

A atividade de intermediação financeira é exercida, em essência, por determinadas organizações empresariais compreendidas sob o termo *instituições financeiras*, as quais compõem o cerne do mercado financeiro aqui descrito.

O art. 17 da Lei n. 4.595/64 buscou definir quais são as atividades caracterizadoras de uma instituição financeira e que, por consequência, sujeitam tais agentes às normas regulatórias e entidades fiscalizadoras deste mercado[2]. Trata-se de uma definição criticada, principalmente, por sua amplitude[3].

---

[2] A ela seguiu-se o art. 1º da Lei n. 7.492/1986, que, ao tratar dos crimes contra o Sistema Financeiro Nacional define, para os efeitos

Porém, e a partir do art. 17 da Lei n. 4.595/64, depreende-se que as instituições financeiras - ou bancos – exercem, com habitualidade e profissionalidade, a captação e posterior empréstimo do dinheiro de terceiros, seus correntistas. São elas, como descrito, a um só tempo devedoras de seus depositantes e credoras de seus mutuários, sendo essa a essência de sua atividade[4].

As instituições financeiras assumem o risco de inadimplemento de seus mutuários, não podendo repassá-lo aos seus depositantes. Assim, a possibilidade de não recebimento dos valores emprestados aos mutuários (risco de inadimplemento) é exclusivamente do intermediário financeiro, que, na outra ponta da operação, é devedor e pessoalmente responsável pelos valores depositados pelos poupadores.

Dadas essas características, é regra, em qualquer sistema jurídico organizado, que a disciplina legal das atividades das instituições financeiras, em seus vários desdobramentos, seja formada por normas cogentes e extremamente detalhadas, aliando-se a esse arcabouço normativo entidades fiscalizadoras capazes de zelar pelo

---

daquela legislação, as instituições financeiras com sendo a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.

[3] YAZBEK. Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Ed. Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 158.

[4] "*Em vista disso, deve-se interpretar o artigo 17 da Lei n. 4.595/64, que define as instituições financeiras em função de suas atividades privativas, como exigindo, cumulativamente, (i) a captação e recursos de terceiros em nome próprio, (ii) seguida de repasse financeiro através da operação de mútuo, (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados, (iv) desde que a captação seja seguida de repasse em caráter habitual.* SALOMÃO NETO. Eduardo. *Direito Bancário*. Ed. Atlas. São Paulo. 2007. Pg. 27.

bom andamento de tão delicado sistema de captação e canalização de poupança[5].

Este complexo e rigidamente regulado sistema de alocação da poupança existente na economia subdivide-se, por sua vez, em quatro grandes modalidades[6].

A primeira delas é o chamado mercado de crédito que, a rigor, consiste na atividade supra descrita, caracterizada pela operação bancária típica de captação e repasse de recursos de terceiros para financiamento do consumo e investimento.

O mercado de câmbio, a seu turno, compreende a operação de compra e venda de moeda estrangeira. Trata-se de contrato que tem por objeto a troca entre diferentes espécies de moeda, sendo que tal operação só pode se realizar através de instituição financeira ou outra a ela legalmente equiparada, ao menos para tal finalidade.

Há também o denominado mercado monetário, cujo objeto é a negociação de títulos emitidos pelo Poder Público (títulos da dívida pública). Neste caso o agente mutuário, captador da poupança disponível, é o Poder Público e não um intermediário financeiro privado, sendo que tais recursos se destinam, ao menos em princípio, ao financiamento de parte das atividades estatais.

---

[5] Os mercados financeiros e de valores mobiliários são também caracterizados por forte grau de interdependência entre seus agentes, o que leva ao chamado risco sistêmico, outro fator de justificação da detalhada regulação e fiscalização aqui referidas. "*O risco sistêmico aproxima-se da idéia de um efeito prejudicial de descrédito e desconfiança no mercado financeiro, decorrente, com frequência, de um abalo econômico de uma de suas instituições, que se alastra atingindo os demais agentes solventes, do mercado, sem relação direta com as ações da instituição que gerou o efeito prejudicial. É um efeito negativo (externalidade), o mais devastador do mercado bancário, que se origina no próprio setor".* (SILVA. Leandro Novais e. *Direito bancário – regulação e concorrência*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2005. Pgs. 60/61).

[6] EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008. Pgs 7/8.

A quarta grande vertente ou modalidade de captação da poupança disponível é aquela que mais diretamente se liga às sociedades anônimas. Trata-se do mercado de valores mobiliários, o qual negocia títulos que conferem a seus adquirentes direitos em relação às sociedades por ações deles emissoras.

O captador e usuário da poupança disponível é, nesse caso, diretamente o agente econômico que dela necessita para investir em sua atividade produtiva, enquanto o poupador/investidor adquire direitos em relação a essa companhia emissora.

2 - O Mercado de Valores Mobiliários

Se o termo mercado pode ser definido como o conjunto de transações envolvendo a compra e venda de um determinado bem ou serviço, a expressão mercado de valores mobiliários corresponde, com igual correção, à totalidade das operações de compra e venda que tenham com objeto um ou mais "valores mobiliários".

Este bem ou produto se presta a captar recursos financeiros armazenados na economia e direcioná-los ao financiamento de companhias. Viabiliza o uso da poupança acumulada no mercado para o investimento na atividade empresarial, sem passar pelos intermediários financeiros e, por consequência, pela necessidade de pagamento de juros e outras formas de remuneração pelo uso do dinheiro de terceiros.

O economista Americano Irving Fisher propôs, em sua famosa tese de doutorado, a metáfora que comparou o funcionamento do mercado aos vasos comunicantes de uma máquina hidráulica[7].

---

[7] *"A preocupação de Fisher, neste trabalho, foi o de investigar o elevado grau de interdependência e de cooperação mantidos entre os agentes econômicos – famílias, empresas e governo – e também o considerável número de canais através dos quais*

Tal metáfora serve para explicar também – e especialmente – a essência do funcionamento do mercado de valores mobiliários, na medida em que revela o alto grau de interdependência entre seus diferentes agentes e, ao mesmo tempo, deixa clara a função deste mercado de canalizar a poupança popular para o interior do capital das sociedades por ações.

Pode-se, por outro lado, apontar algumas características capazes de individualizar o mercado de valores mobiliários em relação às demais vertentes ou modalidades de captação da poupança disponível na economia.

A primeira destas características está na chamada não exigibilidade, uma vez que, em princípio, a companhia captadora dos recursos não garante ao investidor ou adquirente dos valores mobiliários a restituição integral do capital aplicado.

Trata-se, por isso, de um mercado de risco, o que é reforçado pelo fato de os ganhos do investidor ou adquirente dos valores mobiliários estarem, em regra, vinculados proporcionalmente aos lucros das companhias emissoras.

O mercado de valores mobiliários caracteriza-se ainda por colocar diretamente como partes na operação o

---

determinada causa produzia, pela interação entre estes agentes e as variáveis econômicas, seu efeito final. Assim, com o objetivo de verificar como o mercado "calculava" os preços que equacionavam a oferta e a demanda, Fisher construiu um modelo na forma de uma "máquina hidráulica", onde todas as coisas estão interligadas e pôde, com isso, demonstrar como uma causa – um choque, por exemplo, na oferta e procura de um determinado mercado – afetava os demais preços e quantidades produzidas em dez mercados inter-relacionados e como este processo se irradiava para os demais, alterando preços e quantidades em toda a economia e modificando rendas, utilidades e escolhas de produtos pelos consumidores." (OLIVEIRA. Fabrício Augusto de. Irving Fisher: do equilíbrio neoclássico à crise do *subprime*. *Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada*. Vol. 8. Nº 15. Jul-Dez 2013. Pg. 54).

poupador/investidor e o agente que precisa da poupança para investir em suas atividades (a companhia emissora).

Não há, como no mercado de crédito, a estrutura triangular que envolve, além dos dois agentes citados, a participação do intermediário financeiro, que, como visto, se coloca, a um só tempo, como devedor do poupador e credor do mutuário[8].

O mercado de valores mobiliários subdivide-se em dois segmentos distintos, mas complementares. São eles os chamados Mercado Primário e Mercado Secundário.

Entende-se por Mercado Primário aquelas operações que têm por objeto valores mobiliários negociados pela primeira vez. São títulos que, até aquele momento, não haviam sido vendidos a investidores/poupadores, em regra porque acabaram de ser emitidos pelas companhias.

Assim, as operações em Mercado Primário em geral colocam, como vendedoras, as próprias companhias emissoras dos títulos e, do outro lado da operação, o primeiro adquirente de tais valores mobiliários.

O valor pago pelo adquirente na compra de um valor mobiliário em Mercado Primário vai diretamente compor o capital – ou, dependendo de sua espécie, o patrimônio – da companhia emissora. É, portanto, em Mercado Primário que as sociedades anônimas conseguem captar a poupança em circulação na economia.

O Mercado Secundário, por sua vez, refere-se às posteriores negociações envolvendo um valor mobiliário já adquirido em Mercado Primário. Assim, consiste nas

[8] Os agentes intermediários da negociação de valores mobiliários existem, mas, como se demonstrará abaixo, em regra não atuam em nome próprio, como compradores ou vendedores de títulos neste mercado. Ao contrário, agem eles em nome das respectivas partes, que são, de um lado, o investidor em valores mobiliários e, de outro, a companhia emissora.

subsequentes revendas daquele título emitido pela companhia.

Tanto o comprador quanto o vendedor de um valor mobiliário em Mercado Secundário são, em regra, investidores, o primeiro deles interessado em revender o título antes adquirido em Mercado Primário e o segundo objetivando comprá-lo.

Um valor mobiliário é negociado uma única vez em Mercado Primário, mas pode ser negociado, em tese, infinitas vezes em Mercado Secundário.

Ambos os mercados são, como salientado, fundamentais para a eficiência dos negócios envolvendo valores mobiliários.

A principal função do Mercado Primário é, repete-se, canalizar a poupança disponível na economia em direção ao patrimônio das companhias emissoras.

Já o Mercado Secundário tem como primordial função a de assegurar uma renegociação rápida e em termos adequados para os títulos adquiridos em Mercado Primário, de forma a garantir aos seus titulares a liquidez – rápido e equitativo retorno – dos valores investidos[9].

O mercado de compra e venda de valores mobiliários – especialmente aqueles emitidos por sociedades anônimas – tem na Bolsa de Valores sua

---

[9] A busca por assegurar liquidez e preço equitativo para os valores mobiliários negociados em mercado secundário é, como dito, uma preocupação central tanto do mercado quanto das normas que o disciplinam. É neste sentido que são desenvolvidas alternativas como o *Market maker*, cuja previsão se encontra na Resolução n. 384/03, da Comissão de Valores Mobiliários. Este "fazedor de mercado" – em tradução literal – é uma pessoa jurídica que, cadastrada na bolsa de valores, atua na compra e venda das ações de uma dada companhia, de modo a evitar que elas fiquem, pela falta de compradores, desinteressantes para os investidores. Verificada a pouca procura por ações desta companhia, o *Market Maker* entra no mercado para compra-las apenas para, ao menos temporariamente, criar demanda em torno de tais valores mobiliários.

principal referência de operação, tanto se trate de Mercado Primário quanto de Secundário.

3 – A Bolsa de valores e suas atribuições no mercado de valores mobiliários

O termo Bolsa de Valores tem diferentes significados, que vão desde o local aonde se encontram representantes de compradores e vendedores de valores mobiliários, passam pela instituição (pessoa jurídica) que administra aquele local e os sistemas de operações ali realizados e alcançam o próprio mecanismo de negociação utilizado.[10] Destes, o mais importante é o segundo, pois dele decorrem, de certa forma, os outros dois.

Assim, pode-se conceber a Bolsa de Valores como uma instituição personificada criada para permitir o contato entre representantes de pessoas interessadas em comprar ou vender ações e outros títulos ali admitidos, bem como para estipular as regras e padrões desta negociação.

Atualmente, a única Bolsa de Valores em funcionamento no Brasil é a BMF & BOVESPA que, por sua vez, é composta pelos segmentos BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) e BOVESPA, sendo o primeiro deles responsável, grosso modo, pela negociação de derivativos e o segundo pelas operações com ações e outros valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas[11].

A Bolsa de Valores desempenha inúmeras funções destinadas, em essência, a tornar eficiente o mercado de compra e venda de valores mobiliários. Neste sentido, ela

---

[10] YAZBEK. Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Ed. Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 137.

[11] Confira: http://*www.bovespa.com.br/Bovespa/ABovespa*. *Site* consultado em 02/04/2015.

funciona tanto como elemento redutor dos custos destas transações (ao, por exemplo, facilitar o contato entre compradores e vendedores e padronizar os termos da negociação) quanto como fator de redução do risco de inadimplemento das obrigações assumidas (por meio de sistema próprio de liquidação) e, ainda, como regulador das eventuais divergências entre os participantes (através de regulamentos próprios e mecanismos internos de solução de conflitos).

Na Bolsa de Valores a negociação não é feita diretamente entre o interessado em comprar valores mobiliários e aquele que deseja vender tais títulos. Ao contrário, cada um deles precisa, antes, de procurar uma sociedade corretora de valores mobiliários autorizada a negociar na Bolsa[12] para que ela funcione como mandatária e, ao mesmo tempo, garantidora de cada uma das partes envolvidas na operação de compra e venda.

O direito de negociar valores mobiliários é, na Bolsa de Valores, restrito a estes membros regularmente habilitados, que são as sociedades corretoras. Esta restrição tem a dupla função de garantir o cumprimento das obrigações assumidas (a solvência das partes) e tornar mais ágil a negociação.

As sociedades corretoras atuam, em essência, como mandatárias, cumprindo (ou executando) as ordens de compra e venda de valores mobiliários emitidas por seus clientes. Em regra, a corretora não compra ou vende em nome próprio – e sim em nome de seu cliente - mas garante o adimplemento das ordens de compra ou venda

[12] Segundo o art. 16 da Lei n. 6.385/76: *depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I - distribuição de emissão no mercado (Art. 15, I); II - compra de valores mobiliários para revendê-los por conta própria (Art. 15, II); III - mediação ou corretagem na bolsa de valores.*

que efetua, reduzindo a praticamente zero o risco de não pagamento.

Os clientes (compradores ou vendedores de valores mobiliários) somente podem emitir ordens até o limite de crédito que disponham na sociedade corretora por meio da qual atuam, não se admitindo as chamadas "ordens a descoberto", que são aquelas nas quais o comprador não tem o dinheiro para pagar o que está comprando ou o vendedor não tem os títulos que prometeu entregar.

A existência da Bolsa de Valores, aliada à intermediação obrigatória das sociedades corretoras, garante também, nas operações ali efetuadas, alto grau de padronização das regras de negociação[13], o que confere enorme agilidade ao mercado. Esta padronização engloba desde questões jurídicas (como prazos, regras de pagamento e garantias) até aspectos como horários de funcionamento e sistemas de atendimento.

Muito da credibilidade das operações realizadas em Bolsa de Valores deriva, como salientado, de um sistema que garanta o efetivo cumprimento das ordens de compra ou venda dadas, através das sociedades corretoras, pelos investidores. O objetivo aqui é, novamente se diga, reduzir o risco de descumprimento das obrigações assumidas no mercado.

Assim, além da já ressaltada limitação de participação às sociedades corretoras autorizadas, é regra a

---

[13] A Bolsa de Valores é uma entidade autoreguladora. Isto significa que ela pode, respeitados os limites legais, criar as regras aplicáveis às operações ali realizadas, de forma a padronizar e agilizar os negócios. A Comissão de Valores Mobiliários regulamentou, na Instrução Normativa n. 461 de 2007, vários aspectos das atividades da Bolsa de Valores, dentre os quais o aqui referido poder de autoregulação. Neste sentido, confira: TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional* [on line] 2009. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp. *Site* consultado em 14/11/2016.

existência, nas Bolsas de Valores, de um segmento próprio responsável por impedir que alguém venda o que não tem ou compre sem ter o dinheiro para pagar.

Trata-se da Câmara de Compensação ou Caixa de Liquidação da Bolsa de Valores,[14] que, como o próprio nome indica, zela tanto pelo integral e rápido pagamento do preço quanto pela efetiva entrega dos valores mobiliários negociados.

Na BM&F BOVESPA há ainda a Câmara de Arbitragem do Mercado[15], criada para ser um mecanismo eficiente de solução das eventuais controvérsias, o que se constitui em outro importante aspecto no qual a Bolsa de Valores contribui para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Dá-se o nome de Pregão ao momento do dia em que a Bolsa de Valores se abre para que representantes de

---

[14] Na BM&F BOVESPA este segmento é a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC). Nela, somente instituições financeiras ou aquelas que a elas forem equiparadas podem manter uma conta, em nome de seus clientes, para honrar as operações que forem feitas sob as ordens deles.

Além disso, a BM&F BOVESPA mantém um Fundo de Garantia, com a finalidade de assegurar aos investidores do mercado de valores mobiliários, até o limite desse Fundo, o ressarcimento de prejuízos advindos da atuação inadequada de agentes ou corretoras, desde que a negociação tenha se realizado na bolsa.

[15] *A Câmara de Arbitragem do Mercado oferece um foro especializado para a solução de questões relativas ao direito empresarial, sobretudo relacionadas ao mercado de capitais e o direito societário. A CAM atua na administração de procedimentos arbitrais originários de conflitos surgidos no âmbito das companhias comprometidas com a adoção de práticas diferenciadas de governança corporativa e transparência, cujas ações são listadas na BM&FBOVESPA, e também em outros litígios entre pessoas físicas e jurídicas, desde que sejam referentes a direito empresarial.*

O Regulamento e o Regimento Interno da Câmara de Arbitragem do Mercado estão disponíveis em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/camara-de-arbitragem-do-mercado/regulamentacao.

compradores e vendedores de valores mobiliários possam negociar entre si e executar as inúmeras ordens de compra e venda dadas pelos seus clientes[16].

Atualmente o processo de compra e venda de valores mobiliários na BM&F BOVESPA se encontra completamente informatizado. O chamado pregão eletrônico é feito através da Plataforma Eletrônica de Negociação da Bolsa, sistema que permite a compra e venda automática de ações e outros valores mobiliários, muitas vezes com base em ordens de computadores capazer de avaliar as oportunidades[17].

As operações em Bolsa de Valores são comumente divididas em dois tipos, respectivamente conhecidos como Mercado à Vista e Mercado a Termo.

No Mercado à Vista o pagamento, em moeda corrente, dos valores mobiliários comprados em pregão – liquidação financeira da operação - deve ser efetuado em, no máximo, três dias úteis após o negócio, enquanto a entrega dos títulos vendidos – liquidação física da operação - precisa se realizar em até dois dias úteis após feita a venda.

Em virtude destes prazos curtos de liquidação, o Mercado à Vista permite menor especulação com a variação no preço de cotação dos valores mobiliários negociados.

Já no Mercado a Termo, o investidor se compromete a comprar ou vender, em estipulada data

---

16 A própria ideia de um período específico do dia ao qual precisam ficar restritas as operações em Bolsa de Valores é, com o avanço da tecnologia, relativizada. Exemplo disso é o denominado *After Market*, que, na BM&F BOVESPA, estende o pregão eletrônico no período das 18 às 22 horas, de modo a permitir que os usuários do sistema de *Home Broker* possam efetuar suas intenções de compra ou venda.

17 A BM&F BOVESPA oferece ainda o sistema de *Home Broker*, no qual os investidores podem, através dos *sites* de suas respectivas corretoras, emitir diretamente pela internet ordens de compra e venda de valores mobiliários.

futura, determinada quantidade de ações – ação objeto – por um preço fixado em momento presente.

Assim, pode-se especular com a eventual variação no preço da ação objeto, pois comprador e vendedor ajustaram comprá-la ou vende-la, na data futura, pelo preço entre eles estabelecido no momento do fechamento da negociação.

Fundamental segmento da BM&F BOVESPA é o denominado NOVO MERCADO, que entrou em funcionamento no ano de 2002. Em síntese, ele consiste nas ações e valores mobiliários emitidos por companhias listadas em bolsa[18] e que atendem, em sua estrutura, a padrões de transparência e governança corporativa superiores aos legalmente fixados.

Por seu alto grau de transparência e regras de governança interna, as companhias que compõem este Novo Mercado são, ao menos em tese, mais atrativas para os investidores e conseguem, deste modo, circular com maior eficiência os valores mobiliários por elas emitidos.

As regras para participar do Novo Mercado são fixadas pela própria BM&F BOVESPA e dividem as companhias participantes em três diferentes níveis – respectivamente Nível I, Nível II e Novo Mercado – conforme se tornam mais rígidas as exigências regulamentares.[19]

A função básica deste segmento da Bolsa de Valores é criar incentivos para que os sócios majoritários das companhias nele listadas promovam maior grau de

---

[18] Quando uma companhia é autorizada a emitir valores mobiliários para serem negociados na Bolsa de Valores, diz-se que ela se encontra "listada". No mercado de valores mobiliários brasileiro o número de sociedades listadas ainda é relativamente pequeno, não passando das centenas, enquanto outros países já contam com milhares de companhias negociando suas ações desta forma.

[19] Sobre estas regras, confira: http://www.bmfbovespa.com.br.

transparência nas atividades da sociedade, além de melhor regularem sua relação tanto com os sócios minoritários quanto com terceiros – como empregados e credores, por exemplo - que de alguma forma estejam vinculados à companhia.

Ao abdicarem, em virtude do cumprimento das regras estipuladas pela Bolsa de Valores, de parte de seu poder sobre as atividades da sociedade, os sócios majoritários têm, em contrapartida, a companhia por eles controlada listada entre aquelas que integram o Novo Mercado.

Ao serem incluídas neste especial segmento da Bolsa de Valores, as ações de uma companhia demonstram, grosso modo, ter maior quantidade e qualidade de direitos para seus titulares, o que as torna mais atrativas e, via de consequência, mais valorizadas pelos compradores.

Cria-se então, por meio deste segmento da Bolsa de Valores, um sistema de custos e benefícios que, para os majoritários, significa, em síntese, trocar poder por dinheiro. Eles abdicam de parte de sua ingerência sobre os negócios da companhia em troca de maior valorização e procura pelas ações por ela emitidas.

Ao se submeterem às regras mais rígidas de transparência e divisão interna de poder, as companhias participantes do Novo Mercado geram, além de maior procura pelos valores mobiliários por elas emitidos, também uma série de externalidades positivas.

Em primeiro lugar, o compartilhamento de poder na companhia favorece a participação e maior atenção aos interesses de sócios minoritários e de outros grupos ligados à atividade empresarial, como credores e empregados. Isso torna a gestão da companhia menos voltadas para os objetivos exclusivos dos majoritários e a orienta para além desses, no sentido de também atender outros grupos de interesses existentes em torno da atividade empresarial.

Em segundo lugar, os títulos negociados no Novo Mercado tornam-se alternativa de maior credibilidade para investidores em geral, posto que passam a trazer em si embutidos, como já dito, maior qualidade e quantidade de direitos.

Este aumento na atratividade dos valores mobiliários como opção de investimento é, por sua vez, fator que contribui para a entrada de maior quantidade de capital na Bolsa de Valores e, em consequência, para maior financiamento das atividades empresariais.

Em terceiro lugar, a transparência exigida das sociedades participantes do Novo Mercado aumenta o grau de informação disponível aos investidores em geral, o que lhes permite formar de maneira mais fundamentada sua decisão de comprar ou não um valor mobiliário. Evita-se, assim, que o preço de negociação das ações seja, no mercado, formado com base em meras suposições ou, pior, especulações. [20]

Além do Novo Mercado, funciona atualmente na BM&F BOVESPA outro segmento específico, o BOVESPA MAIS. Ele foi criado para ser, grosso modo, a "porta de entrada" no mercado de valores mobiliários.

Trata-se, em síntese, de um grupo de companhias que ainda não estão definitivamente consolidadas para colocar, com sucesso, suas ações à negociação em bolsa, mas que têm a intenção de fazê-lo, no futuro.

Tais companhias passam, então, por este segmento, que tem exigências de participação menos rigorosas do que

---

[20] *Os principais benefícios do Novo Mercado sob as diversas óticas são: a) para os investidores: maior transparência nos processos, mais respeito com seus direitos societários, redução de risco. b) para as empresas: melhoria na imagem institucional, valorização das ações, menor custo de capital. c) para o mercado acionário: aumento da liquidez, aumento das emissões. d) para o Brasil: empresas mais fortes e competitivas, fortalecimento do mercado de capitais.* PINHEIRO. Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas.* 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 198.

aquelas fixadas para as sociedades listadas em geral. Desta forma, as companhias que figuram no segmento BOVESPA MAIS conseguem gradativamente se estruturar para emitirem suas ações em bolsa e, ao mesmo tempo, começam a gerar interesse nos investidores.

4 – O Mercado de balcão: caracterização e modalidades

A Bolsa de Valores é uma instituição que foi essencialmente criada para aproximar e tornar mais eficientes as negociações entre compradores e vendedores de valores mobiliários. É natural, portanto, que as operações com estes títulos se concentre nela, o que, entretanto, não impede que estes negócios também sejam efetuados sem a sua participação.

Dá-se o nome de Mercado de Balcão àquelas operações de compra e venda de ações e outros valores mobiliários realizadas fora das regras e do ambiente da bolsa de valores. Pode-se mesmo afirmar que toda compra e venda de valores mobiliários no país se efetua em Bolsa de Valores ou então se considera realizada, por exclusão, no chamado mercado de balcão[21].

O mercado de balcão está dividido, com base no art. 3º da Lei n. 6.385/76, em "organizado" e "não organizado", sendo ambos sujeitos, como os devidos ajustes e especificidades, aos regulamentos e fiscalização do mercado de valores mobiliários[22] pois, da mesma forma que

---

[21] A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 461/2007 regulamenta o funcionamento do que chamou de "mercados regulamentados de valores mobiliários", expressão que engloba os negócios com estes títulos realizados em bolsa de valores ou no mercado de balcão (art.2º).

[22] A regulamentação do mercado de balcão está, assim como no caso das Bolsas de Valores, estabelecida na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 461/2007.

as operações em bolsa de valores, realizam captação da poupança disponível na economia.

Mercado de balcão organizado se refere às operações com valores mobiliários realizadas fora do ambiente e das regras da bolsa de valores, mas intermediadas por outra entidade igualmente autorizada a promover esta aproximação entre compradores e vendedores destes títulos[23].

Esta entidade autorizada a figurar como intermediária na operação faz, de forma similar à bolsa, o papel de agrupar compradores e vendedores de valores mobiliários, ao mesmo tempo que fixa os padrões de negociação entre eles. É, desta forma – e em outro ponto de semelhança com a bolsa de valores – uma entidade autoreguladora.[24]

Por contar com a necessária intermediação de entidade autoreguladora e padrões elevados de negociação e fiscalização, as operações em mercado de balcão organizado têm se aproximado cada vez mais, em sua

---

23 A Instrução da Comissão de Valores Mobiliários n. 461/2007 estabelece, em seu art. 92, que:

O mercado de balcão organizado poderá operar por uma ou mais das seguintes formas: I – como sistema centralizado e multilateral de negociação, definido no termos do parágrafo único do art. 65, e que possibilite o encontro e a interação de ofertas de compra e de venda de valores mobiliários; II – por meio da execução de negócios, sujeitos ou não à interferência de outras pessoas autorizadas a operar no mercado, tendo como contraparte formador de mercado que assuma a obrigação de colocar ofertas firmes de compra e de venda; III – por meio do registro de operações previamente realizadas.

2424 *"As entidades de balcão organizado possuem, basicamente, as mesmas funções e objetivos das bolsas de valores, isto é, a manutenção de um sistema adequado à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários e a preservação, por meio de normas de comportamento aplicáveis aos intermediários, participantes e companhias, de elevados padrões éticos de negociação."* EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 238.

estrutura, daquelas efetuadas na bolsa de valores, o que torna menos claras as diferenças entre estes dois aspectos do mercado.[25]

Pode-se mesmo dizer que, em essência, a diferença relevante entre as operações realizadas em bolsa de valores e aquelas efetuadas no denominado mercado de balcão organizado está no fato de contarem com entidades intermediárias diferentes.

O papel de intermediária na compra e venda de valores mobiliários em mercado de balcão organizado é, no Brasil, desempenhado basicamente por duas entidades autorizadas na forma da Instrução CVM n. 461/2007.

Uma destas entidades é a CETIP S.A – Mercados Organizados, sociedade privada criada em 1986. Ela tem autorização para intermediar a negociação de uma ampla gama de títulos que vão desde derivativos e outros valores mobiliários até instrumentos de financiamento bancário como títulos de crédito ou de renda fixa[26].

A CETIP S.A mantém esses títulos em custódia, promove o registro e a negociação deles, além de implementar sua liquidação, já que funciona também como Câmara de Compensação.

A custódia e registro são completamente desmaterializados, consubstanciados apenas em registro eletrônico na conta aberta pelo titular.[27]

Por concentrar a negociação destes vários títulos, a CETIP S.A deve se submeter tanto às normas reguladoras do Mercado de Valores Mobiliários quanto àquelas que disciplinam o mercado financeiro, sujeitando-se ainda à

---

[25] YAZBEK. Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Ed. Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 138/139.

[26] Confira: http://www.cetip.com.br/ProdutosServicos. *Site* consultado em 02/04/2016.

[27] FORTUNA. Eduardo. *Mercado Financeiro – produtos e serviços*. 19ª edição. Qualitymark Editora. Rio de Janeiro. 2014. Pg. 698/699.

fiscalização tanto da agência reguladora do primeiro (Comissão de Valores Mobiliários) quanto do segundo (Banco Central do Brasil).

Outra entidade autorizada a funcionar como intermediária no mercado de balcão organizado é a SOMA – Sociedade Operadora do Mercado de Ativos, que desde 2003 está integrada à BM&F BOVESPA mas opera com títulos de renda fixa e outros não negociados nos demais segmentos da bolsa.

Por fim, vale salientar que a caracterização das operações em mercado de balcão não organizado é, por sua vez, residual, pois abarca qualquer compra e venda de valores mobiliários realizada fora do ambiente e das regras da bolsa de valores ou das entidades autorizadas a funcionar como intermediárias no mercado de balcão organizado[28].

A venda, neste caso, é realizada diretamente através de entidades distribuidoras de valores mobiliários no mercado. Elas estão enumeradas no art. 15 da Lei n. 6.385/76 e são instituições financeiras, sociedades ou autônomos que, por conta própria ou como agentes da companhia emissora, colocam valores mobiliários à venda, sem usar o ambiente da bolsa de valores ou do mercado de balcão organizado.

---

[28] Instrução n. 461/2007 da Comissão de Valores Mobiliários: *Art. 4º Considera-se realizada em mercado de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como intermediário, integrante do sistema de distribuição de que tratam os incisos I, II e III do art. 15 da Lei nº 6.385, de 1976, sem que o negócio seja realizado ou registrado em mercado organizado que atenda à definição do art. 3º.*

Parágrafo único. Também será considerada como de balcão não organizado a negociação de valores mobiliários em que intervém, como parte, integrante do sistema de distribuição, quando tal negociação resultar do exercício da atividade de subscrição de valores mobiliários por conta própria para revenda em mercado ou de compra de valores mobiliários em circulação para revenda por conta própria.

5 – A Comissão de valores mobiliários

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) foi criada e estruturada pela Lei n. 6.385/76[29] que, em seu artigo 5º, a caracteriza como uma *"entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária"*.

É uma instituição inspirada nos moldes da *Securities and Exchange Comission* (SEC), que desempenha papel análogo no mercado de valores mobiliários norte-americano.

Tanto a CVM quanto seu modelo, a SEC, advêm da necessidade de presença do Poder Público na intensa e constante fiscalização e disciplina de tão delicado, interdependente e importante mercado.

Vale notar também que ambas foram criadas como respostas a momentos de crise de credibilidade no mercado de valores mobiliários, decorrentes de especulação excessiva combinada a regulação precária[30].

A SEC foi instituída em 1934, por meio do *Securities and Exchange Act*, como resposta à quebra da bolsa de Nova

---

[29] Além de instituir a Comissão de Valores Mobiliários, a Lei n. 6.385/76 traça as diretrizes fundamentais do funcionamento deste mercado e dos seus participantes.

[30] A regulação eficiente ou ineficiente do mercado de valores mobiliários não é necessariamente decorrente de maior ou menor quantidade ou detalhamento de dispositivos e instrumentos regulatórios. Ao contrário, há que se encontrar um ponto de equilíbrio que garanta a credibilidade do mercado sem, por outro lado, comprometer sua agilidade e liquidez. Sobre o tema, confira: BERLE. Adolf. A. COFFEE JR. John. *Law and the Market: The impact of Enforcement.* The Social Science Research Network Electronic Paper Collection. Working Paper n. 304. 2007.

York, em 1929[31]. A CVM, por sua vez, veio em razão da necessidade de melhor regramento e fiscalização do mercado acionário brasileiro, combalido que estava em virtude de uma série de condutas especulativas e fraudulentas praticadas no início da década de 1970, conhecidas com *encilhamento*[32].

A Lei n. 6.385/76 (especialmente os seus arts. 8º e 18) confere à Comissão de Valores Mobiliários extensa, complexa e variada gama de atribuições. Seus poderes vão desde o de regulamentar, através de atos normativos, o funcionamento do mercado de valores mobiliários, passam por aplicar, nos casos concretos, as condições para participar deste mercado e vão até o de fiscalizar a legalidade das condutas ali praticadas.

Por fim, tem ainda a autarquia o poder de punir, em âmbito administrativo, as eventuais infrações cometidas e de colaborar com os possíveis processos judiciais decorrentes destas condutas ilícitas.

Já no que se refere às pessoas, operações e valores mobiliários sujeitos à atuação da CVM, coube ao art. 1º da Lei n. 6.385/1976 (alterado pela Lei n. 10.303/2001) a fixação de tais destinatários, de forma a abarcar a totalidade dos agentes e operações orientadas para a negociação pública no mercado de valores mobiliários brasileiro.[33]

---

31 http://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#. VQDJB5U5DtQ. *Sit*e consultado em 23/03/2015.

32 *"O encilhamento de 1971 afugentou do mercado os milhões de brasileiros que sofreram os prejuízos de um clima de especulação irresponsável"*. PEDREIRA. José Luiz Bulhões. A Reforma da Lei das S.A. *Jornal do Brasil*. 24 de Agosto de 1975.

33 *Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: I – a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;II – a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;III – a negociação e intermediação no mercado de derivativos; IV – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores; V – a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros; VI – a administração de carteiras e*

A função regulamentadora da CVM está expressa em diferentes artigos da Lei n. 6.385/76 (como, por exemplo, os artigos 8º, I, 18, I e o 22, par. 1º). A partir deles é possível afirmar que embora não seja integrante do Poder Legislativo a autarquia tem, por tal atribuição legal, o poder de editar atos normativos destinados a disciplinar o funcionamento do mercado de valores mobiliários.

Assim, a primeira função que se destaca é a de estabelecer, em abstrato e antecipadamente, os padrões de legalidade, eficiência e equidade de condutas e operações no mercado de valores mobiliários.

Esta competência regulamentar é efetiva e massivamente exercida pela autarquia, que já editou centenas de Instruções Normativas, Resoluções e outros atos com poder vinculante de todos aqueles que operam no mercado de valores mobiliários.

CVM amplia poder de fiscalização da BM&FBOVESPA
Rio de Janeiro - A BM&FBovespa ganhou maior poder para fiscalizar a divulgação de informações ao mercado pelas companhias abertas. Em convênio assinado em dezembro, e em vigor desde o primeiro dia do ano, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) formalizou a cooperação que já ocorria entre as instituições na supervisão das empresas desde 2008 e ampliou o campo de trabalho da Bolsa. Entre as novas atribuições da BM&FBovespa estarão o acompanhamento cotidiano da atualização do formulário de referência - que detalha desde a composição de diretoria até a remuneração de executivos das empresas - e de sete itens das demonstrações financeiras exigidos no artigo 25 da Instrução 480/09 da CVM. É o caso dos relatórios da administração e do parecer de auditores independentes.
A diretoria de regulação da Bolsa será a responsável pelo trabalho. Além de acompanhar os dados catalogados nos sistemas de informação EmpresasNet (formulários como ITR) e IPE (comunicados ao mercado e fatos relevantes), os 32 analistas da área lerão com lupa informações veiculadas pelos executivos na grande imprensa. Em caso de desrespeito às normas, a BM&FBovespa terá a prerrogativa de

a custódia de valores mobiliários; VII – a auditoria de companhias abertas; VIII – os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

cobrar esclarecimentos das empresas. A CVM só entrará no circuito caso a companhia alertada não se retrate no prazo dado pela Bolsa. Um dos objetivos do convênio é evitar a sobreposição de esforços na fiscalização do mercado.
http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/cvm-amplia-poder-de-fiscalizacao-da-bm-fbovespa - Consultado em 12/04/2016

Este poder regulamentar – que, no âmbito do mercado financeiro, cumpre ao Banco Central do Brasil[34] – mostra-se eficiente pois, em primeiro lugar, responde com a agilidade necessária às demandas por regulação em um mercado sujeito a constantes e significativas alterações.

Em segundo lugar – e dadas a especialização da autarquia e a complexidade das operações sob sua competência - verifica-se que as normas editadas pela CVM têm, em regra, profundo grau de apuro e sofisticação técnicas, justificando, uma vez mais, a função ora comentada[35].

À CVM compete também, em função dita consultiva (art. 13 da Lei n. 6.385/76), orientar as condutas no mercado para, a um só tempo, zelar pela eficiência e legalidade de seu funcionamento sem limitar excessivamente o movimento financeiro e a atuação dos agentes.

---

[34] A regulação do sistema financeiro brasileiro está estruturada, pelas Leis n. 4.595/64, 4.7.28/65 e 6.385/76, a partir de três instituições fundamentais: uma delas é o Conselho Monetário Nacional, que supervisiona e orienta os outros dois agentes, fiscalizadores e regulamentadores por excelência, que são o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. O primeiro tem competência sobre o mercado financeiro, enquanto a segunda está voltada para o mercado de valores mobiliários. TRINDADE. Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o Mercado de Capitais. (In). SADDI. Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. Ed. IOB. São Paulo. 2002. Pg. 304 e segs.

[35] A atuação regulamentar da CVM torna, portanto, a regulação do mercado de valores mobiliários mais eficiente por duas principais razões: agilidade e especialidade na matéria disciplinada.

Além de estabelecer padrões abstratos de legalidade, eficiência e equidade, a CVM é também responsável por autorizar ou não a entrada dos agentes e dos títulos que são negociados no mercado de valores mobiliários. Isto se implementa por meio da função de autorização e registro a ela conferida, por exemplo, nos artigos 16, 19 e 21 da Lei n. 6.385/76.

A CVM tem, nesta função de registro, o poder de admitir ou não, segundo as regras vigentes, a entrada dos agentes e valores mobiliários no mercado, zelando para que os requisitos legais atinentes a credibilidade destas pessoas e títulos seja aplicada, nos casos concretos.

Por outro lado, a exigência de prévio registro de companhias e valores mobiliários na CVM dá a ela um grau elevado de informação sobre o que e quem circula no mercado de valores mobiliários brasileiro, algo que em muito facilita sua terceira grande função.

A CVM tem nítida e fundamental função fiscalizadora, o que significa que ela deve acompanhar as condutas dos agentes no mercado de valores mobiliários para, caso a caso, verificar a adequação ou não destas práticas às normas que regulam o funcionamento deste mercado.

Esta atribuição de fiscal do mercado de valores mobiliários (art. 8º, III, V c/c art. 1º da Lei n. 6385/76) pode e deve ser exercida de maneira constante e ampla pela CVM, de modo a alcançar inclusive a vigilância no cumprimento das normas regulamentares por ela própria editadas.

A competência fiscal da CVM desdobra-se também em relevante função sancionadora (art. 9º V, VI e par. 6º, além do art. 11, ambos da Lei n. 6.385/76), já que a autarquia tem o poder de aplicar sanções administrativas

àqueles agentes do mercado que violarem as regras legais e regulamentares vigentes[36].

A aplicação, pela CVM, de sanções administrativas àqueles que violarem as regras disciplinadoras do mercado de valores mobiliários é obrigatoriamente precedida da instauração de processo sancionador próprio, no curso do qual é essencial a observância dos princípios constitucionais e legais referentes a qualquer processo deste tipo instaurado na Administração Pública Federal. [37]

A CVM conta, em sua estrutura, com a Superintendência de Processos Sancionadores (SPS) para a condução destes feitos[38], que se realizam em duas fases distintas: a investigação e o contraditório, sendo a primeira delas, em princípio, sigilosa (art. 9º par. 2º e 3º da Lei n. 6.385/76).

Na fase de investigação - que se efetiva na forma de inquérito - a finalidade é colher indícios sobre condutas potencialmente ilegais e sua autoria[39]. Apenas se houver tais indícios instaura-se a segunda fase, que se inicia com a

---

[36]CANTIDIANO. Luiz Leonardo. O papel regulador da CVM. In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo. Ed. Revista dos Tribunais, 2005. n. 27.

[37] São, deste modo, princípios norteadores do processo administrativo sancionador instaurado na CVM: a legalidade, o contraditório e a ampla defesa, além da obrigatória fundamentação das decisões e proporcionalidade das punições aplicadas (Lei. 9.789/1999).

[38] *http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/sps.html.* Consultado em 03/05/2015.

[39] "*Em síntese, existe, no inquérito, simples investigação de fatos e da responsabilidade pela sua prática, se ilegais. Nada além disso, não cuidando ainda de acusação, que só surgirá no eventual processo administrativo posterior, sendo esta uma das razões por que a lei, sabiamente, determinou o sigilo das apurações realizadas pela CVM, que podem, ao final, não resultar em processo administrativo.* ARAGÃO. Paulo Cezar. Parecer de Orientação CVM n. 6/1980. http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare006.html. *Site* consultado em 03/06/2015.

intimação dos acusados para apresentação defesa sobre os indícios apurados na fase investigatória

A decisão do processo administrativo sancionador pode, após dada ampla defesa aos acusados, aplicar-lhes as sanções previstas pelo artigo 11 da Lei n. 6.385/76, as quais vão desde advertência até cassação da autorização para atuar no mercado e multa[40].

Nota-se, portanto, que a CVM atua em relação a todas as pessoas, fases e segmentos da negociação com valores mobiliários no país. Suas competências vão, como explicitado, desde a edição de normas que estabelecem os padrões de legalidade no setor, passam pelo controle de acesso ao mercado por pessoas e valores mobiliários, pela fiscalização da licitude e equidade das operações realizadas e, em caso de condutas ilegais, aplicação de sanções administrativas.

Por fim, a CVM também deve colaborar para o aumento do interesse no mercado de valores mobiliários, de forma a ampliar sua capacidade de captação de poupança. Esta atribuição, à qual se pode chamar de função de fomento[41], consubstancia-se na promoção de campanhas de divulgação, cursos e ações similares.

É certo, por outro lado, que a função de fomento é atendida também quando a CVM, no exercício de suas outras atribuições, colabora para o aumento da credibilidade e interesse do mercado de valores mobiliários.

---

[40] A CVM pode ainda coibir condutas dos agentes sujeitos às suas normas e fiscalização mesmo antes que resultem em danos ou prejuízos, desde que com a finalidade de prevenir ou corrigir situações anormais de mercado (art. 9º par. 1º da Lei n. 6.385/76).

[41] BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 7ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2013. Pg. 126.

6 – A Comissão de Valores Mobiliários e o Poder Judiciário

O *amicus curiae* (expressão latina que significa "amigo da corte") é alguém que, sem ser parte de um determinado processo judicial, comparece nos autos para, como o nome indica, auxiliar a corte (no caso, o juiz) com subsídios fáticos e jurídicos que possam contribuir para o correto julgamento do feito.

Tem por fundamento a constatação de que a contribuição de terceiros – em geral especializados na matéria debatida nos autos – é particularmente importante em processos cuja repercussão alcance determinada ou determinável coletividade como, por exemplo, o conjunto de agentes econômicos que operam no mercado de valores mobiliários.

Por isso, uma das hipóteses de *amicus curiae* no direito brasileiro é aquela em que este "amigo da corte" é a Comissão de Valores Mobiliários. Ela funciona neste papel quando a matéria discutida em um processo judicial versa sobre questão sujeita, no âmbito administrativo, à sua competência (Lei n. 6.385/76, art. 31).

Assim, quando alguma conduta praticada no âmbito do mercado de valores mobiliários - que, como visto, está sujeito à fiscalização e regulação da CVM - resulta em processo judicial, seja ele de natureza cível ou penal, o julgador deve intimar a Comissão de Valores Mobiliários para que ela possa, em considerando conveniente, funcionar como *amicus curiae* no feito e apresentar seus subsídios no prazo máximo de 15 (quinze) dias, contados de sua intimação (art. 31 da Lei n. 6.385/76).

Esta previsão legal baseia-se, por um lado, na citada necessidade de preservação da segurança e credibilidade no mercado de valores mobiliários, o qual, como igualmente já salientado, apresenta alto risco sistêmico e interdependência entre seus agentes.

Assim, um processo judicial que verse sobre hipotética ilegalidade praticada no mercado de valores mobiliários pode comprometer não apenas os interesses do autor e do réu, mas, por via de consequência, toda uma gama de pessoas físicas e jurídicas ligadas ao mercado de valores mobiliários.

Lógico, portanto, que a Comissão de Valores Mobiliários, instituição criada para zelar pela legalidade e eficiência deste mercado, tenha espaço para, em tais processos, subsidiar o Poder Judiciário.

Por outro lado, se considerada a complexidade e quantidade de normas – muitas delas oriundas da própria CVM – que disciplinam o mercado de valores mobiliários, forçoso é reconhecer que várias destas regras e operações específicas são afastadas do quotidiano do Poder Judiciário[42].

Assim, contar com subsídios oriundos da instituição que regulamenta e fiscaliza tais normas leva, por óbvio, a maior aprofundamento do magistrado sobre a lide que se ponha diante dele[43].

A CVM deve ser intimada em tais feitos para, através de sua Procuradoria especializada, opinar

---

[42] *Imagine-se, por exemplo, uma questão complexa relativa a negócios com derivativos no mercado de futuros: não é realista esperar que o Poder Judiciário tenha familiaridade com esse tipo de questão e possa efetivamente tomar em conta os fatores relevantes na determinação da regularidade de uma operação de* hedge*, sendo previsível imaginar-se que o entendimento manifestado pelas áreas técnicas da CVM terá um peso imenso na convicção do julgador*. ARAGÃO. Paulo César. *A CVM em juízo: limites e possibilidade*s. Disponível em: *www.bmfbovespa.com.br/pdf/ArtigoPauloAragao.pdf*. *Site* consultado em 13/03/2015. Pg. 12.

[43] *Em nosso ordenamento jurídico, são raros os órgãos judiciais dotados de competência especializada em matéria empresarial, daí a possibilidade conferida à CVM para cooperar com o judiciário visando a melhor adequação de suas decisões a tais questões*. EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 263.

juridicamente sobre a matéria discutida no processo, estando habilitada a subsidiar o julgador com todas as informações que considerar relevantes, advenham tais subsidíos de sua própria competência (como Instruções, Resoluções, Pareceres e decisões administrativas) ou de terceiros (decisões judiciais anteriores, posicionamentos doutrinários, etc.).

A intimação da CVM se dá após apresentada a contestação (ou transcorrido o prazo para tal resposta) e, se acaso decidir comparecer nos autos, a autarquia deve ser intimada de todos os atos processuais subsequentes (art. 31 par. 1º e 2º da Lei n. 6.385/76).

Embora seja algo inerente à independência do julgador, vale salientar que o juiz não é obrigado a se pautar pelos subsídios fornecidos pela CVM. Ao contrário, cumpre ao Poder Judiciário a competência exclusiva para decidir o feito, seja ou não no sentido sinalizado pelas informações eventualmente trazidas aos autos pela Comissão de Valores Mobiliários.

Quando na função de *amicus curiae* a Comissão de Valores Mobiliários terá, por força do art. 31 par. 3º da Lei n. 6.385/76, legitimidade recursal nos processos, se as partes deixarem de fazê-lo.

Mais complexa e intrincada é a questão sobre a eventual legitimidade da CVM para postular dos responsáveis por determinada operação ilícita realizada no mercado de valores mobiliários, as eventuais reparações e sanções, como substituta processual dos prejudicados.

Se tal legitimidade é conferida, em outros ordenamentos, ao órgão regulador do mercado de valores mobiliários[44], no direito brasileiro o sentido é diverso, uma

[44] ARAGÃO. Paulo César. *A CVM em juízo: limites e possibilidade*s. Disponível em: *www.bmfbovespa.com.br/pdf/ArtigoPauloAragao.pdf*. *Site* consultado em 13/03/2015. Pg. 12.

vez que, como se demonstrará a seguir, a Lei n. 6.385/76 dá à CVM, nestas hipóteses, papel diferente.

A Lei n. 7.913/1989 confere ao Ministério Público a legitimidade para adotar medidas judiciais destinadas a evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados a investidores ou titulares de valores mobiliários em hipóteses de operação fraudulenta, uso ou omissão de informação relevante[45].

Deste modo, a CVM não tem legitimidade para, como substituta processual dos eventuais prejudicados, postular medidas processuais reparadoras ou preventivas, cabendo apenas aos próprios prejudicados e ao Ministério Público a legitimidade ativa em tais feitos.

Porém, a própria Lei n. 7.913/1989 expressamente autoriza a Comissão de Valores Mobiliários a solicitar formalmente ao Ministério Público a postulação judicial destes eventuais prejuízos. Esta solicitação, porém, não vincula a decisão do Ministério Público acerca da efetivação ou não do pleito judicial.

Ainda sobre as relações entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público, merece referência o disposto no art. 12 da Lei n. 6.385/76, o qual

---

[45] *Art. 1º Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:*

I — operação fraudulenta, prática não eqüitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários;

II — compra ou venda de valores mobiliários, por parte dos administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem a detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas;

III — omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

estabelece que quando um inquérito, instaurado pela autarquia para investigação de condutas ilegais no mercado de valores mobiliários, concluir pela ocorrência de crime de ação pública, caberá à CVM o dever de oficiar ao Ministério Público[46], para que este decida pela propositura ou não da competente ação penal.

A Comissão de Valores Mobiliários poderá, nesta hipótese, funcionar no processo penal como assistente do Ministério Público, sempre com o supra referido objetivo de preservar a credibilidade e a segurança dos agentes e investidores no mercado de valores mobiliários.

[46] A cooperação entre a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério Público se desdobra também em ações institucionais como convênios para troca de informações entre estas instituições. EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 265.

CAPÍTULO IV

Valores Mobiliários: caracterização e espécies no direito brasileiro

1 – As definições normativa e abstrata de valores mobiliários

A compreensão do que seja este bem ou produto chamado valor mobiliário pode ser realizada a partir de duas diferentes e complementares aproximações, aqui respectivamente chamadas de normativa e abstrata.

A definição normativa de valores mobiliários encontra-se, como o próprio termo indica, na legislação positiva. Neste sentido, pode-se considerar valores mobiliários todos os títulos que, uma vez indicados em lei, são suscetíveis de serem negociados ao público, através do mercado.

Assim, para que determinado título seja considerado, nesse sentido, um valor mobiliário, basta que seja ele assim expressamente mencionado pela legislação vigente.

A enumeração legal dos valores mobiliários encontra-se, no direito brasileiro, estabelecida no art. 2º da Lei n. 6.385/76, alterado pela Lei n. 10.303, de 2001[1].

---

[1] *Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou*

A definição normativa de valores mobiliários é, sem dúvida, a que tem mais direta relevância, dada sua natureza cogente e, principalmente, porque é ela quem delimita o âmbito de aplicação de toda a legislação sobre o mercado destes bens. Porém, tal definição não evita que seja necessária outra abordagem de tão complexo instituto.

Assim é preciso, a partir do rol normativo do que sejam considerados valores mobiliários, extrair algumas características comuns a todos eles, de forma a obter-se uma definição abstrata destinada a compreender sua essência e ao mesmo tempo promover, se necessário, rearranjo no elenco normativo de suas espécies.

Há ordenamentos jurídicos – como a França, por exemplo - que tomam a aqui chamada definição normativa como taxativa ou restrita, o que significa que valores mobiliários são apenas e tão somente aqueles expressamente enumerados pela legislação. Outros países – como os Estados Unidos - permitem que o elenco de valores mobiliários apresentado em lei seja, por força de interpretação, ampliado[2].

O direito brasileiro, por seu turno, evoluiu de uma orientação próxima do direito francês – que, como se viu, somente considera valores mobiliários aqueles títulos assim expressamente elencados em lei – para o direito norte americano, que admite a ampliação interpretativa do elenco normativamente estabelecido.[3]

---

contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

[2] EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 54.

[3] Esta alteração na orientação do regime brasileiro decorre da Lei n. 10.303 de 2001 que, ao modificar a redação original do art. 2º da Lei n. 6.385/76, tomou por valores mobiliários não apenas os títulos elencados expressamente na legislação, mas também *quaisquer outros*

Exatamente por admitir a inclusão, por força de interpretação, de novos títulos no elenco de valores mobiliários é que o sistema norte-americano contribuiu de forma particularmente significativa para a elaboração de uma definição abstrata deste bem ou produto financeiro.

A chamada *definição Howey* de valores mobiliários (oriunda da decisão proferida no caso *Howey*, em 1946)[4] em muito auxilia a composição dos caracteres comuns ao produto ora estudado. A partir dela pode-se inclusive traçar uma definição abstrata aplicável ao direito brasileiro.

A *definição Howey* salienta que os valores mobiliários trazem, em sua essência, a necessidade de que o adquirente efetue, em favor do emissor do título, aporte de capital. Isto, porém, não significa necessariamente pagamento em moeda corrente.

Ao contrário, a compreensão de tal pagamento pode ser estendida a qualquer outra situação em que há transferência de bens suscetíveis de serem avaliados monetariamente e que possam ser usados como contribuição para determinado empreendimento econômico.

A destinação dos valores aportados pelo adquirente do título é outro elemento componente da *definição Howey*. Tais recursos devem obrigatoriamente ser direcionados

---

títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

[4] A expressão *Howey Test* – "Teste de Howey", em tradução literal – é usada para se referir à aplicação da definição Howey a um determinado título que se quer tomar como valor mobiliário. "*Under the Howey test, any interest that involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others is an investment contract,4 thereby included within the definition of "security" and subject to the rules and regulations of the federal securities laws*. ALBERT. Miriam. *The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading this Test on a Curve?* Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1666894. *Site* consultado em 22/09/2016.

para a realização de um determinado empreendimento econômico, de cujo resultado todos os adquirentes participam.

Os ganhos de cada investidor em valores mobiliários dependem, portanto, não só de sua ação ou sucesso individual, mas do empreendimento como um todo. Por consequência, o sucesso financeiro de um investidor naquele título necessariamente reflete o de todos os outros adquirentes[5].

Conclui-se também que a expectativa ou finalidade de lucro igualmente configura-se, pela *definição Howey*, como inerente aos valores mobiliários. O adquirente do título o faz pois almeja, em essência, que seu direito de participar dos resultados econômicos do empreendimento se consubstancie em ganho financeiro.

Porém, mais significativa do que a expectativa de lucro é, neste caso, a variabilidade e incerteza essenciais referentes a esse lucro, o que diferencia o investimento em valores mobiliários de outros ativos financeiros no quais já se sabe, de antemão, quanto e quando será o resultado financeiro.

No caso dos valores mobiliários o lucro, cuja busca é essencial, é ao mesmo tempo incerto e inexigível, ao menos até que seja o momento de liquidar os direitos previstos no título.

---

[5] Note-se que a emissão de valores mobiliários é uma espécie de chamada coletiva de pessoas interessadas em participar de um empreendimento econômico. Ao adquirir os títulos, o investidor está alocando parte de sua poupança para, com ela, auxiliar na formação de capital a ser usado para viabilizar o empreendimento econômico, normalmente de natureza empresarial.

Há, portanto, uma "cooperação" - no sentido econômico do termo - entre todos os adquirentes, pois o agrupamento dos investimentos individuais viabiliza o empreendimento que, pretende-se, será capaz de gerar riqueza a ser posteriormente distribuída entre eles.

Deste modo, o adquirente de valores mobiliários não tem, em regra, certeza de que o lucro por ele almejado ao comprar os títulos se efetivará, nem sabe de antemão o montante destes possíveis ganhos.

Isto porque os ganhos financeiros dos adquirentes dependem do sucesso do empreendimento econômico financiado pela emissão de valores mobiliários. Portanto, em caso de fracasso do empreendimento, os titulares dos valores mobiliários emitidos não podem, em regra, demandar o esperado ganho.

A *definição Howey* inclui ainda a dependência do esforço ou competência de terceiros (em relação ao investidor) como outro elemento integrante da natureza dos valores mobiliários.

Isso não significa a impossibilidade de colaboração ativa do investidor para o sucesso do empreendimento ao qual esteja vinculado o valor mobiliário de que seja titular, mas apenas que os ganhos proporcionados pelo título não decorrem somente da conduta individual de seus proprietários. Ao contrário, estes ganhos dependem principalmente do esforço e capacidade de terceiro, o qual vai empreender com o capital arrecadado através da emissão dos títulos.

Além destes elementos salientados na *definição Howey*, algumas outras características podem ser apontadas, senão como essenciais, ao menos como decisivas para a compreensão abstrata dos valores mobiliários. São elas: a não destinação ao uso ou consumo, a inexistência de critério de avaliação único e de preço mínimo de revenda.

Os valores mobiliários são bens que conferem a seus titulares um ou mais direitos contra o agente econômico que os emite ou que se coloca como responsável pelo cumprimento das obrigações decorrentes dos direitos neles elencados. Assim, não há sentido pensar-se em uso ou consumo dos valores mobiliários, mas apenas

em exercício ou transferência dos direitos por ele conferidos.

De outro lado, os valores mobiliários podem ser avaliados segundo diferentes critérios, nenhum dos quais sendo, porém, capaz de lhes atribuir um valor intrínseco ou objetivo. Ao contrário, são eles precificados conforme diversos aspectos altamente variáveis e muitas vezes subjetivos, como liquidez, perspectivas de lucratividade da sociedade emissora e outros.

Da sua falta de valor intrínseco decorre também a inexistência – pelo menos como um direito - de garantia de preço ou condições mínimas de negociabilidade, o que os torna um investimento de risco - aqui configurado na possibilidade real de perda dos valores investidos - já que os ganhos por eles proporcionados dependem, em síntese, do sucesso econômico do emissor ou do empreendimento ao qual está atrelado.

Este risco, porém, tem um fundamental aspecto positivo em relação aos ativos financeiros nos quais o direito a remuneração é certo e exigível, como os títulos de renda fixa. Quanto maior for o sucesso do empreendimento econômico financiado com a emissão de valores mobiliários, maiores serão os ganhos a serem revertidos aos adquirentes dos títulos.

Assim os valores mobiliários podem, em caso de sucesso do empreendimento financiado, propiciar aos seus titulares ganhos muito maiores do que os originalmente esperados e, principalmente, do que os proporcionados pelos outros ativos financeiros.

A partir do que foi exposto é possível afirmar, com a atual redação do art. 2º da Lei n. 6.385/76 (alterado, especialmente em seu n. IX, pela Lei n. 10.303/01) que também no direito brasileiro o elenco dos valores mobiliários pode, com base nos caracteres acima elencados,

ser ampliado, o que torna a sua definição abstrata ainda mais relevante[6].

Passa-se, a seguir, à descrição individualizada das principais modalidades de valores mobiliários negociadas no mercado brasileiro.

2 – O Mercado de Derivativos

Além dos valores mobiliários por excelência, que são aqueles emitidos por sociedades anônimas e conferem direitos em relação a elas, há outros títulos incluídos no elenco normativo dos valores mobiliários (art. 2º da Lei n. 6.385/76) e que representam mercados importantes tanto do ponto de vista jurídico, como econômico. É o caso dos chamados derivativos.

Para a abordagem destes complexos valores mobiliários é necessário, antes, fazer referência a operações financeiras que genericamente são conhecidas como operações de *hedge*.

A Lei n. 8.981/95 a define como uma operação que pode ser realizada em bolsas de valores, de mercadorias e futuros ou no mercado de balcão, destinadas à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preços ou de taxas, contratadas para proteger direitos (ativos) ou obrigações (passivo) de uma empresa, desde que os contratos

[6] Mais importante que enumerar legalmente os títulos considerados valores mobiliários – algo que, como se vê, é cada vez mais difícil – a essência da boa regulação deste mercado está em centrar a análise não exatamente no produto financeiro negociado, mas na forma pela qual ele é oferecido. É dizer: a regulação eficiente do mercado de valores mobiliários deve preocupar-se precipuamente com as características definidoras de uma "captação pública de recursos" e não exatamente com o instrumento jurídico/financeiro empregado nesta captação. Importa mais o "como" negociar do que exatamente "o quê" é negociado.

protegidos estejam relacionados às suas atividades operacionais.

Deste modo, pode-se dizer que *hedge* engloba, em sua definição, qualquer operação financeira que visa proteger o investidor do risco de perda de seus investimentos, por decorrência das variações nos diferentes índices financeiros. O mercado de derivativos é uma forma de *hedge*, praticado atualmente, no Brasil, na BMF (Bolsa de Mercadorias e Futuros), segmento da BMF & BOVESPA. O segmento BOVESPA negocia ações.

O termo derivativo vem do inglês *derivative*, e se explica por uma característica, inerente a todos os ativos financeiros desta espécie, consubstanciada no fato de seu valor derivar, decorrer, da variação no valor de outro ativo financeiro ou produto (o chamado ativo subjacente ou ativo de referência)[7].

Há dois grandes grupos de derivativos, conforme o seu ativo de referência. São eles os derivativos financeiros e os agropecuários.[8]Os primeiros têm como ativo de referência outro índice financeiro, como uma moeda estrangeira ou uma taxa de juros, enquanto os segundos derivam, como o nome diz, de uma *commoditie*.

Há quatro grandes tipos de derivativos: os contratos a termo, os contratos do mercado futuro, as

---

[7] *"Derivativos são produtos financeiros oferecidos sob a forma de um contrato entre duas partes, em que existe um compromisso de comprar, vender ou realizar fluxos financeiros, tudo baseado em uma regra de formação de preços previamente estabelecida e dentro de um prazo determinado. A origem deste nome 'derivativo' é o inglês* derivatives *e vem da forma como o preço dos contratos se modifica ao longo do tempo, sempre em relação de dependência com o preço de outro produto ou da observação dos preços de outros mercados. O produto sobre o qual o derivativo se referencia é o denominado ativo subjacente (*underlying asset*, em inglês)".* MENDONÇA. Álvaro Affonso. *Hedge para Empresas – uma abordagem aplicada*. Ed. Elsevier Campus. São Paulo. 2011. Pg. 51.

[8] SALOMÃO NETO. Eduardo. *Direito Bancário*. Ed. Atlas. São Paulo. 2007. Pg. 340.

opções e os *swaps*. No Brasil, tem-se que o mercado futuro é realizado no segmento BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros) da BM&F Bovespa, assim com determinados modelos de contratos de *swap* (os outros modelos deste derivativo são negociados por meio da CETIP).

Já as opções são, juntamente com as ações e os valores mobiliários que conferem direitos contra sociedades anônimas e são por elas emitidos, negociados pela Bovespa, segmento da BM&F Bovespa.

São contratos a termo aqueles nos quais, em data presente, comprador e vendedor acertam o objeto a ser vendido, a quantidade, o preço a ser pago e também a data futura de execução das obrigações assumidas.

É, por exemplo, a hipótese em que o contratante *A* (comprador) se compromete, em 20 de Maio de 2015, a adquirir, do contratante *B* (vendedor), na data de 20 de Julho de 2015, 100 sacas de café tipo *X*, por R$50,00 reais cada.

Desta forma, independentemente da possível variação que este ativo de referência (café) possa apresentar entre a data de estipulação do contrato e sua execução, *A* deverá pagar a *B* o preço estipulado pelas sacas compradas.

Estes contratos são derivativos exatamente porque atrelados ao preço de um determinado ativo e têm, por um lado, o efeito de minimizar os riscos do vendedor, pois se o preço do ativo de referência cair, entre a data de fechamento do contrato e a sua execução, ele (vendedor) se protegeu contra esta queda, ou seja, minimizou seu risco.

Já o comprador aposta que, na data de execução das obrigações acordadas, o valor do ativo de referência terá aumentado, em relação ao preço a ser por ele pago, o que lhe proporcionará o ganho advindo dessa diferença.

Nota-se, desta forma, que ambos os contratantes buscam se resguardar da variação no preço deste produto, pois já estipularam, com antecedência, os termos gerais do contrato, produto e preço. Trata-se, então, de um negócio

jurídico no qual o vendedor do ativo de referência procura se proteger do risco de queda no preço dele, enquanto o comprador aposta na possibilidade de subida deste valor[9].

É por isso que um contrato derivativo desta modalidade é visto como instrumento de minimização dos riscos financeiros dos contratantes, sendo, portanto, uma operação ou contrato de *hedge*.

Umas das partes de um derivativo como este quer se proteger contra o risco de desvalorização excessiva ao qual um determinado bem ou ativo está sujeito. Neste sentido, vale-se do derivativo para pré-estabelecer um preço mínimo que receberá, no futuro, por aquele ativo que venderá.

Já na outra ponta da operação está alguém que, em troca da garantia de preço que ofereceu ao outro contratante, especula com a possibilidade de aumento no preço de negociação ou cotação do ativo de referência.

A natureza especulativa de tais contratos a termo, modalidades de derivativo que são, se manifesta ainda mais quando se nota que tanto a posição de comprador quanto a de vendedor são transferíveis, apesar de não contarem com a livre e organizada negociação em bolsa, como se verá no caso dos mercados futuros[10].

Deste modo, e com base no exemplo dado, no período de tempo compreendido entre a promessa de

---

[9] *"Se o preço subir, o vendedor terá prejuízo no exato montante em que o comprador lucrará. Isto é, o vencedor ganha o que o perdedor perde; um contrato de futuros* [assim como o contrato a termo] *é um jogo de soma zero, em que a perda de uma parte é exatamente igual ao ganho da outra parte"*. WEBB. Robert. BRAHMA. Sanjukta. *Mercados Financeiros*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2016. Pg. 196.

[10] A negociação de contratos a termos é limitada ao mercado de balcão. Além disso, dadas as especificidades que envolvem as prestações de cada um dos contratantes, sua negociação em mercado secundário é relativamente baixa. WEBB. Robert. BRAHMA. Sanjukta. *Mercados Financeiros*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2016. Pg. 194.

contratar e a efetiva entrega do bem vendido e de seu valor, os direitos de compra e venda deste bem poderão ser livremente negociados, permitindo às partes liquidarem suas posições no negócio e transferi-las a terceiros.

Este derivativo contém também, como aliás é da natureza deles, forte elemento especulativo, pois, se na data de execução das obrigações, o preço do ativo de referência (no caso, o café) tiver variado para mais (ou seja, se estiver sendo negociado por valor superior a R$50,00 a saca), o comprador tem o direito de adquirir tais ativos pelo preço acertado anteriormente e pode, se quiser, renegociar tais ativos no mercado, realizando o lucro decorrente da variação de preço.

Os contratos futuros são muito semelhantes aos mencionados contratos a termo, já que também se constituem em operações nas quais as partes acordam, no momento presente, a obrigação de compra e venda futura de determinado ativo (como uma *commoditie*, por exemplo), por preço estabelecido previamente[11].

Porém, os contratos a termo são acordos particulares, o que lhes tornam menos padronizados e, portanto, carecedores de mais tempo para a constituição de seus termos. Além disso, as garantias a ele relacionadas devem, se for o caso, ser estabelecidas pelos contratantes, o que aumenta o risco de inadimplemento e os custos da operação.

---

[11] "*A diferença, entretanto, reside basicamente em dois aspectos. Os contratos futuros são essencialmente negociados em ambiente de bolsa e não possuem uma data específica para a entrega da mercadoria ou liquidação*". GONÇALVES. Fernando. MOURÃO. Gustavo César de Souza. Os contratos de derivativos e a impossibilidade de revisão por onerosidade excessiva ou imprevisão. In: WALD. Arnoldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima.* Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 163.

Já os contratos do mercado futuro foram elaborados para serem negociáveis em pregões da BM&F, o que efetivamente ocorre[12], dado que os ativos aos quais são atrelados (os chamados ativos de referência) são igualmente cotados e negociados em bolsa. É o caso de certas *commodities* agrícolas, como a soja e o café.

Os contratos futuros são, para sua maior liquidez e negociabilidade, baseados em modelos padronizados, o que agiliza a transação e permite, por exemplo, a fixação de garantias de cumprimento, a intermediação e responsabilidade da Câmara de Compensação da bolsa e a estipulação de datas de vencimento uniformes[13].

Em virtude desta padronização de formas, garantias de cumprimento, prazos de vencimento e condições de negociação os contratos futuros são acessíveis a investidores de menor poder financeiro, os quais, dados os custos e garantias exigidas, normalmente não têm como se valer dos contratos a termo.

Além disso, as operações em mercado futuro apresentam variação diária no valor de sua cotação, o que permite que os investidores possam valer-se dele com mais agilidade que os contratos a termo.

---

[12] Isso não significa que os contratos a termo não sejam negociáveis. O que se pretende ressaltar é que os contratos futuros são, em relação aos seus similares a termo, melhor estruturados para serem livremente negociáveis, dadas características como a maior padronização e a existência de vencimentos antecipados.

[13] *"Contrato futuro – instrumento derivativo com um conjunto de características padronizadas, sendo previamente estabelecido pela bolsa: as características físicas do ativo subjacente do contrato, seu tamanho (valor financeiro), a variação mínima de preço, a unidade de negociação, a data de vencimento e a sua forma de liquidação na data de vencimento. Para a negociação de contratos futuros para determinado vencimento, os participantes somente precisam declarar o interesse em três variáveis: a natureza (compra e venda), a quantidade de contratos e o preço."* MENDONÇA. Álvaro Affonso. *Hedge para Empresas – uma abordagem aplicada*. Ed. Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2013. Pg. 72/73.

Contratos de *SWAP* - O termo significa troca e refere-se à operação financeira na qual, em essência e síntese, os investidores envolvidos "trocam" os índices financeiros (taxas de juros) de suas respectivas dívidas.

Os agentes econômicos em geral, mas aqueles ligados à atividade empresarial em especial, são, ao mesmo tempo, credores e devedores em diferentes situações.

Tais débitos e créditos, por sua vez, estão, obviamente, onerados por meio de juros e outras formas de correção no valor destas obrigações. Estes índices podem ser fixos - ou seja, previamente estipulados – ou variáveis – o que significa que não se pode antever o seu valor.

Como operação de *hedge*, o *swap* tem por objetivo primordial proteger as partes contra a variação abrupta das taxas de juros e de atualização do valor de suas dívidas.

Imagine, por exemplo, uma companhia que tenha um alto percentual de débitos atrelados à variação do dólar, como são, em geral, aquelas dívidas contraídas em relação a credores estrangeiros (como fornecedores de insumos, dentre outros).

Há, sobre esta companhia, o permanente risco de que um aumento significativo e repentino no valor da moeda estrangeira impacte, com igual relevância, sobre o valor de suas dívidas, fazendo-as subir além do que se poderia inicialmente esperar.

Esta companhia pode, então, optar por minimizar tal risco realizando a operação de *hedge* aqui tratada, através do contrato derivativo no qual ela troca, com o outro contratante na operação, o índice de referência de suas dívidas. Assim, as dívidas em dólar daquela companhia passam, por exemplo, a serem corrigidas através de um índice fixo, o qual até então era aplicado às obrigações do outro contratante.

A operação de *swap* consiste exatamente nessa troca. As dívidas dos contratantes passam a ser corrigidas uma pelo índice do outro. Trata-se, claro, de um exemplo

de derivativo, pois é um contrato que decorre e está atrelado a outro índice financeiro (as taxas de juros das dívidas envolvidas).

Parece claro que, para a companhia do exemplo dado, o *swap* mostra-se interessante, pois minimiza o risco do aumento repentino de suas dívidas vinculadas a variação do dólar.

Vale, porém, salientar que, dependendo de inúmeras circunstâncias, o preço do dólar (ativo de referência, no exemplo dado) pode, ao contrário, variar para baixo. Nesse caso, quem ganha com o *swap* é o outro contratante, pois ele optou por ter seus débitos corrigidos pela variação cambial do dólar, ao invés de manter-se com seu índice fixo, originalmente contratado.

Deste modo, e como qualquer derivativo, o *swap* apresenta também forte caráter especulativo, pois os contratantes "apostam" em sentidos contrários, um acreditando que o índice das dívidas do outro será mais vantajoso.

Os contratos de *swap* são necessariamente intermediados por uma instituição financeira e, ao contrário do mercado futuro e das opções, não são livremente negociados no pregão da BM&F, sendo apenas registrados em seu sistema eletrônico.

Outro segmento importante dos derivativos é representado pelo mercado de opções de ações, que, diferentemente do que vimos no caso dos outros tipos de derivativos citados, é efetuado por meio das mesmas instituições que negociam ações outros valores mobiliários emitidos pelas companhias.

A opção é, em essência, uma operação financeira na qual as partes acordam, em momento presente, o direito de,

em data futura, comprar e vender entre sí uma determinada quantidade de ações, a preço já fixado[14].

Segue um exemplo simples: *A* adquire de *B*, em 20 de Maio de 2015, a opção de comprar, em 20 de Dezembro de 2015, determinado número de ações preferenciais que *B* possui na companhia *X* pelo valor de, digamos R$100,00 cada.

Assim, na data de vencimento da opção, 20 de Dezembro de 2015, caberá a *A* (adquirente da opção) decidir se deseja ou não comprar as ações preferenciais de *B*, pelo preço estipulado entre eles. Se *A* desiste de comprá-las, perde o valor pago pela opção, ou seja, pelo direito de adquiri-las. Se, por outro lado, *A* resolve efetuar a compra (realizar a opção), *B* tem o dever de vende-las, pelo valor estipulado.

Trata-se de um derivativo, pois tal contrato está atrelado ao valor das ações em questão. Além disso, apresenta forte e evidente caráter especulativo, pois, como está previamente estipulado o valor de cada ação, o titular da opção de compra irá exercê-la se, na data fixada para tal exercício, o valor de negociação das ações objeto no mercado estiver superior àquele pelo qual a outra parte se obrigou a vendê-las.

Assim, as opções são derivativos nos quais, à semelhança dos contratos a termo, as partes fixam, para elas próprias, obrigação futura, que, neste caso, consiste no dever de negociarem, entre elas, determinados valores mobiliários a preço previamente estipulado.

---

[14] "*Opções podem ser de dois tipos: 1 – opção americana: confere ao titular da opção o direito de comprar ou vender o ativo subjacente* [como ações, no caso ora em estudo] *a qualquer momento no horizonte de tempo até que a opção expire. Uma opção que expire em três meses pode ser exercida a qualquer momento neste período. 2 – opção europeia: confere ao titular da opção o direito de comprar ou vender o ativo subjacente em uma data específica, conhecida como data de vencimento*". WEBB. Robert. BRAHMA. Sanjukta. *Mercados Financeiros*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2016. Pg. 220/221.

Porém, diferentemente do que se tem nos contratos a termo, no mercado de opções seu adquirente tem o direito de, na data futura estipulada, contratar ou não com aquele que se obrigou a vender-lhe os valores mobiliários objetos da opção. Em outras palavras, o adquirente da opção tem o direito de exercer ou não o direito que lhe atribui o derivativo em questão.

O titular de uma opção de compra – chamada *call* – aposta que, na data futura, fixada para a realização da opção de compra, a ação objeto estará valendo mais do que o preço estabelecido por ele e pelo vendedor, quando da estipulação da opção.

O titular da opção de compra tem, como dito, o direito de comprar a ação objeto pelo preço anterior (seu valor na opção) e não pelo preço atual, o que significa que, se efetivada a sua expectativa de aumento no valor da ação objeto, ele, titular do direito de compra-las a preço inferior, realizará os ganhos desta diferença.

Já o titular de uma opção de venda – chamada *put* – adquire o direito de vender certo número de ações objeto, pelo preço fixado, na data futura estabelecida. Ele acredita que, na data da efetivação da compra e venda, a ação objeto valerá menos do que o estabelecido na opção e busca, por meio deste derivativo, evitar a perdas decorrentes de tal desvalorização, minimizando seus riscos.

3 – Os Fundos de investimento

O investimento em valores mobiliários pode, em princípio, ser realizado por qualquer pessoa física ou jurídica capaz de gerar e administrar poupança. É uma opção de alocação de recursos financeiros não consumidos em troca, como demonstrado, do direito de participar dos resultados econômicos de um empreendimento.

O mercado de valores mobiliários é, entretanto, ambiente que oferece infinitas opções de investimento, a

maioria dos quais trazendo em si o risco de perda do capital aplicado. Deste modo, investir no mercado de valores mobiliários exige do participante, para que tenha sucesso, alto grau de informação sobre cada uma das modalidades de aplicação disponíveis.

Obter essa informação é, entretanto, algo que acarreta em custos – financeiros ou não – e isso muitas vezes afasta um grande número de potenciais investidores que, por não disporem de tempo ou capacidade técnica para obter tais informações, desistem do mercado de valores mobiliários como opção de aplicação dos recursos financeiros poupados.

O próprio mercado, entretanto, procura desenvolver instrumentos que permitam a investidores com esse perfil a aplicação em valores mobiliários com menor custo de informação. Um destes mecanismos são os chamados fundos de investimento, cuja regulamentação está estruturada a partir da Instrução Normativa n. 450/2007 da Comissão de Valores Mobiliários.

Neles os participantes aportam seus recursos poupados na aquisição de quotas, as quais formam o capital do fundo de investimento. Este capital, por sua vez, é aplicado pelos administradores do fundo[15] – pessoas com

[15] A administração profissional de recursos de terceiros é regulada, no mercado de valores mobiliários brasileiro, pela Instrução n. 306/1999 da CVM. Em seu artigo 2º está disposto que "*a administração de carteira de valores mobiliários consiste na gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, sujeitos à fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do investidor*". Complementa o regime jurídico dos administradores de fundos de investimento o art. 3º da mesma Instrução CVM que exige, para o exercício da função, que esta pessoa física ou jurídica tenha prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários.

Desta forma estabelece-se um padrão de credibilidade para o exercício da complexa e arriscada atividade de gerir o capital de terceiros na compra e venda de valores mobiliários.

elevado nível de informação e qualificação técnica para investir – em diferentes modalidades de valores mobiliários disponíveis.

O fundo de investimento agrega o capital de inúmeros investidores para, com este montante, investir no mercado de valores mobiliários e proporcionar aos seus quotistas os ganhos oriundos da variação no preço ou decorrentes dos lucros gerados pelos títulos adquiridos[16].

Para o investidor, a vantagem básica é poder contar com a capacitação técnica e elevado grau de informação dos administradores do fundo de investimento. Com isso o investidor fica, em princípio, desonerado dos custos de buscar, ele mesmo, as informações sobre as boas opções de compra disponíveis no mercado de valores mobiliários[17].

Por outro lado, como agregam um volume imenso de capital, estes fundos têm condições de adquirir maiores quantidades de determinado tipo de valor mobiliário. Isto muitas vezes lhes proporciona maior participação e ingerência nas atividades das entidades emissoras dos títulos, o que permite, por óbvio, maior controle sobre o sucesso do empreendimento.

O titular de uma quota paga por sua aquisição e será remunerado com base na variação no preço dos valores mobiliários adquiridos pelos administradores do fundo de investimento. O quotista do fundo espera que o

---

[16] Fundos de investimento são *"um conjunto de recursos monetários, formados por depósitos de grande número de investidores (cotistas), que se destinam à aplicação coletiva em títulos e valores mobiliários*". ASSAF NETO. Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª edição. Ed. Atlas, São Paulo. 2003. Pg. 386.

[17] "*Os fundos buscam a conveniência da aplicação em condições técnicas mais favoráveis do que as que seriam possíveis para cada um de seus participantes, se estes operassem por conta própria nos mercados financeiros. (...) os fundos agem em nome de uma coletividade, substituindo grande número de investidores, oferecendo as vantagens decorrentes dessa concentração*. PINHEIRO. Juliano. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 139.

administrador use sua capacidade técnica e de informação para encontrar os valores mobiliários de melhor retorno.

A natureza jurídica de tais fundos é matéria muito discutida. Sobre o assunto há, em essência, duas correntes distintas, a primeira delas entendendo o fundo de investimento como uma modalidade de condomínio e a segunda o concebendo como espécie de sociedade[18].

Independentemente da corrente de pensamento adotada[19] é certo afirmar, em qualquer dos casos, que os fundos de investimento são organizações desprovidas de personalidade jurídica própria.[20]

Há várias modalidades de fundos de investimento, classificáveis conforme diferentes critérios dentre os quais destaca-se a destinação do capital acumulado.[21]

É também possível classificar-lhes, nos termos do art. 5º da Instrução Normativa CVM n. 409, em fundos abertos e fechados.

Fundos abertos são aqueles que admitem a livre entrada e saída de quotistas e o aumento, mediante novos aportes, da participação de cada um. Os fechados, ao

---

[18] FREITAS. Ricardo dos Santos. *A Natureza Jurídica dos fundos de investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2006. Pgs. 138 e segs. BORGES. Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento – reflexões sobre sua natureza jurídica. In: FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Direito Societário Contemporâneo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. pgs. 56 e segs.

[19] O artigo 2º da Instrução Normativa CVM n. 450/2007 os caracteriza como comunhão organizada sob a forma de condomínio, o que leva, em princípio, à prevalência desta corrente.

[20] CORRÊA-LIMA. Sérgio Mourão. PIMENTA. Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD. Arnoldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 163.

[21] Sobre os diferentes tipos de fundos de investimento, veja: CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos fundos de Investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013. Pgs. 103 e segs.

contrário, somente permitem o resgate do valor das cotas ao final de suas operações.

Acrescente-se também que as cotas dos fundos abertos são – salvo decisão judicial, execução ou sucessão universal – intransferíveis (art. 12 da Instrução CVM n. 409), enquanto as dos fundos fechados têm na livre negociabilidade uma de suas características[22].

As quotas de fundos de investimento passaram, com a Lei n. 10.303/2001 (que alterou o art. 2º da Lei n. 6.385/76) a ser consideradas valores mobiliários, o que atraiu para elas a possibilidade de negociação ao público mas também as normas e demais competências a cargo da Comissão de Valores mobiliários.

4 – A Securitização

A operação de securitização tem, no mercado de valores mobiliários brasileiro, significativa importância como meio de levantamento, pelas companhias, de recursos financeiros necessários ao financiamento de suas atividades[23].

Em essência, securitizar[24] consiste em transformar direitos de crédito - dos quais uma companhia é titular - em

---

22 " [nos fundos fechados] *é possível ao cotista ceder ou alienar as suas cotas a terceiros, mediante termo de cessão e transferência ou por meio de bolsa de valores ou entidades de mercado de balcão em que as cotas do fundo estejam admitidas à negociação, nos termos e forma, previamente prescrita no regulamento aprovado pelo respectivo fundo de investimento."* CARVALHO. Tomás Lima de. *Fundo de investimento imobiliário – análise jurídica e econômica*. Arraes Editores. Belo Horizonte. 2014. Pg. 15

23 CAMINHA. Uinie. *Securitização*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005. CHAVES. Natália Cristina. *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2006.

24 O termo "securitização" remete ao vocábulo inglês *securitization*, o qual, por sua vez, advém de *securities*, cuja tradução mais próxima é valores mobiliários.

valores mobiliários, para que sejam negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão. Para isso, tais direitos de crédito precisam ser "formatados" como valores mobiliários, daí o termo "securitizar".

Sociedades empresárias dos mais diversos ramos de atividades – como vendas a varejo, operação de cartões de crédito, concessão de rodovias, construção civil, etc. – vendem seus bens e serviços para recebimento futuro, o que as torna, portanto, credoras de seus clientes. Tais créditos são, no vocabulário do mercado financeiro, denominados recebíveis.

Uma loja de departamentos ou uma incorporadora de imóveis vende seus produtos para recebimento parcelado, assim como operadoras de cartões de crédito financiam – para futuro reembolso - os gastos mensais de seus clientes e fornecedoras de sinal de TV a cabo têm o direito de receber, no mês seguinte ao uso, os valores devidos pelos assinantes. Todos esses créditos são exemplos de recebíveis[25], os quais são divididos em dois grandes grupos: os performados e os não performados.

Créditos performados são aqueles já constituídos, mas ainda não exigíveis, posto que não vencidos. Se uma incorporadora de imóveis vende uma unidade para recebimento parcelado, o preço do imóvel vendido é um crédito performado, pois já se tem por constituído, em favor da incorporadora, desde a conclusão do contrato de compra e venda, mas as parcelas só se tornarão exigíveis à medida que forem atingindo seus respectivos vencimentos.

Já os créditos não performados são aqueles que, em momento presente, ainda não se constituíram, mas sobre os quais há certeza de futura existência e exigibilidade.

---

[25] Sobre o regime jurídico dos recebíveis empregados em uma operação de securitização, confira: Lei n. 9.514/1997, regulamentada pela Instrução CVM n. 281.

Veja-se, por exemplo, o caso de uma concessionária de rodovia. As pessoas usarão a estrada durante determinado período de tempo futuro e, claro, pagarão o devido pedágio. Em momento presente, estes créditos, decorrentes dos futuros pedágios, ainda não existem, mas, em virtude da concessão e exploração da rodovia, é possível afirmar que, no futuro, estes valores se materializarão em favor da concessionária. O mesmo ocorre - ainda como exemplo - com uma operadora de cartão de crédito, em relação aos futuros gastos de seus clientes.

A questão é que estas sociedades empresárias, muitas vezes, têm necessidade ou interesse em usar seus créditos - performados e não performados - antes da data em que os receberão, seja para movimentar seu fluxo de caixa ou, como é mais comum, para investir na expansão e aprimoramento de suas atividades empresariais.

Assim, para levantar capital sem precisar contrair dívidas no mercado financeiro e sem a necessidade de abrir-se, pela emissão de ações, à entrada de novos sócios, estas sociedades empresárias recorrem ao aqui tratado mecanismo da securitização[26].

O objetivo aqui é transferir a terceiros a titularidade dos recebíveis nos quais é credora determinada sociedade empresária, em troca do recebimento antecipado, por ela, do capital referente a estes créditos.

Na securitização, uma sociedade empresária[27] transfere, por meio de cessão de créditos, a titularidade de seus recebíveis - performados e não performados - a uma

---

[26] SCHWARCZ. Steven L. The future of securitization. *Connecticut Law Review*. Vol. 41. Number. 4. May. 2009. Pg. 1315/1324.

[27] Embora seja, por razões óbvias, algo mais usual entre sociedades com atividade empresarial, não há vedação legal a que outras modalidades de pessoas jurídicas figurem como cedentes, na operação de securitização.

outra pessoa jurídica, chamada de securitizadora, constituída especificamente para figurar como cessionária na operação.

Assim, a sociedade empresária cedente deixa de ser a titular dos créditos/recebíveis, que passam a ser da securitizadora. Esta cessão de créditos é chamada de contrato de cessão de lastro.

Nesta cessão de créditos, formalizada através do contrato de cessão de lastro, o cedente é a sociedade empresária que, em virtude de suas atividades econômicas, se torna credora de seus clientes. Ela é a originadora, em razão do exercício de sua empresa, dos recebíveis cedidos.

O objeto do contrato de cessão de lastro é formado, como já salientado, pelos direitos de crédito (recebíveis) dos quais é titular a sociedade empresária cedente, sejam tais créditos referentes a períodos passados (performados) ou, principalmente, futuros (não performados).

Já a posição de cessionária é ocupada, neste contrato de cessão de lastro, pela chamada securitizadora. A securitizadora era obrigatoriamente uma sociedade personificada, constituída especificamente com a função de figurar como intermediária nessa operação, o que a torna, portanto, uma Sociedade de Propósito Específico.

Atualmente, porém, a posição de securitizadora pode ser ocupada, por exemplo, por um Fundo de Investimentos, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDIC)[28].

---

[28] *No início da securitização a SPE – Sociedade de Propósito Específico – era* conditio sine qua non *para a montagem da operação, hoje, esta expressão "SPE" está sendo substituída por "SPV"* – Special purpose vehicle *(veículos de finalidade específica) ou companhias securitizadoras – que podem ser: 1) contrato ficudiário* – Trust*; 2) fundo mútuo – fundo de investimento em direito creditório 3) sociedades anônimas (ou similares) as quais podem ser as próprias SPE(s).* NAJJARIAN. Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010. Pgs. 99/100.

A securitizadora, uma vez cessionária dos recebíveis a ela transferidos por meio do contrato de cessão de lastro, emitirá valores mobiliários, a serem negociados em bolsa de valores e no mercado de balcão.

Note-se que a capacidade da securitizadora de gerar riqueza para os adquirentes dos valores mobiliários por ela emitidos decorre dos créditos a ela cedidos, principalmente aqueles não performados.

Assim, ao adquirir valores mobiliários emitidos pela securitizadora, o investidor passa a ser titular do direito de receber, à medida que forem se constituindo e sendo quitados, parte dos recebíveis gerados pela sociedade empresária que, no contrato de cessão de crédito acima mencionado, figura como cedente.

Deste modo, e à medida que, com o passar do tempo, os créditos dos quais a securitizadora é cessionária sejam honrados, os titulares dos valores mobiliários por ela emitidos são remunerados. O ganho destes adquirentes decorre – nos termos do mercado, estão "lastreados" – nos recebíveis[29].

Por outro lado, ao emitir valores mobiliários e negociá-los no mercado, a securitizadora capta, no momento presente, os recursos dos adquirentes destes títulos e, em seguida, os transfere à sociedade empresária cedente dos recebíveis, em contraprestação pela cessão destes créditos.

Deste modo, os recursos captados pela securitizadora, à vista, no mercado de valores mobiliários,

---

[29] Pode-se ainda, para torná-los economicamente mais interessantes, optar por emitir diferentes tipos de valores mobiliários em nome da companhia securitizadora, cada um deles conferindo determinados direitos a seus titulares. FABOZZI. Frank J. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper n. 07-07. Social Science Research Network. Electronic Paper Collection. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=997079.

não são usados por ela própria, mas direcionados para a cedente dos créditos que fundamentam a operação.

A sociedade empresária cedente não precisará aguardar para receber e acumular os valores dos créditos cedidos à securitizadora. Ao contrário, com a securitização a cedente consegue levantar, de uma única vez, os recursos financeiros de que precisa para aprimorar suas atividades empresariais.

Como qualquer operação realizada no mercado de valores mobiliários, a securitização também acarreta determinados riscos, tanto para a companhia cedente dos recebíveis que lastreiam a operação quanto para os investidores que se dipõem a adquirir os valores mobiliários emitidos pela securitizadora.

Este risco está, no caso da sociedade empresária cedente, principalmente na possibilidade de não haver interessados em adquirir os valores mobiliários emitidos pela securitizadora – crise de liquidez – enquanto, para os investidores, o principal fator de preocupação é o risco de atraso ou falta de pagamento dos recebíveis cedidos à securitizadora – crise de adimplência.

Imagine-se, por exemplo, que os recebíveis cedidos à securitizadora decorram da venda de imóveis residenciais[30]. Como se tratam, em regra, de financiamentos de longo prazo, sempre há o risco de que os mutuários,

---

[30] As companhias securitizadoras de créditos imobiliários são aquelas nas quais os recebíveis cedidos são originados da venda de imóveis, como citado na hipótese. Nesse caso, os valores mobiliários usados são as CRI - Certificados de recebíveis imobiliários (Lei n. 9.514/1997 e Instrução 414/2004 CVM).

Outra modalidade especial são as companhias securitizadoras de créditos decorrentes do agronegócio. Aqui, a sociedade cedente é empresária rural e os créditos cedidos são valores que ela espera receber na venda de futuras safras. Os valores mobiliários empregados nesta operação são os chamados CRA – Certificados de recebíveis do agronegócio.

compradores dos imóveis, não consigam honrar integralmente as prestações.

Por isso são empregadas, em operações de securitização, a atuação de agências de avaliação de risco, as *rating agencies*. Elas se dedicam a mensurar a qualidade dos valores mobiliários emitidos pelas securitizadoras, especialmente do ponto de vista do risco de inadimplência deles.[31]

Outra forma de minimizar o risco dos compradores de valores mobiliários emitidos pela securitizadora é estabelecer que a cedente dos recebíveis responde, como obrigada de regresso, pelo adimplemento destes créditos.

Nesta hipótese, os titulares dos valores mobiliários emitidos pela securitizadora têm, como garantias de recebimento, não só a capacidade de pagamento dos devedores nos recebíveis, mas também o patrimônio da companhia cedente[32].

---

[31] "*O rating de emissão é uma opinião independente sobre a idoneidade creditícia de um emissor* [no caso, emissor de valores mobiliários vinculados ao pagamento de recebíveis] *expressa através da escala 'AAA' a 'C', sendo certo que a idoneidade creditícia é a capacidade futura do emissor de honrar pontual e completamente os pagamentos devidos*." NAJJARIAN. Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010. Pg. 134.

[32] *"Em uma operação de securitização realizada sem direito de regresso ou coobrigação do cedente, o pagamento dos valores mobiliários emitidos no mercado de capitais independe da situação econômico-financeira do cedente, mas tão somente da solvência dos devedores e eventuais garantidores dos recebíveis adquiridos pelo veículo securitizador*. TROVO. Beatriz. Securitização de Recebíveis. In: GORGA. Érica. SICA. Lígia Paula Pinto (Coord.). *Estudos Avançados de Direito Empresarial*. Ed. Elsevier Campus. 2013.Pg. 281.

5 – *Cross listing, American Depositary Receipts* (ADR´s) e *Brazilian Depositary Receipts* (BDR´s)

A admissão de uma companhia e seus títulos à livre negociação no mercado de valores mobiliários é, como se procurou demonstrar, ato cercado por vários e rígidos requisitos normativamente estabelecidos.

Por captar recursos diretamente da economia popular, o mercado de valores mobiliários estrutura-se sobre severas normas de fiscalização e funcionamento, aplicáveis a qualquer um que dele participe.

Vale também acrescentar que, em regra, cada país tem seus próprios requisitos admissionais. Assim, uma companhia que pretenda negociar seus valores mobiliários em mais de um mercado nacional organizado deve se submeter às regras admissionais próprias para cada um deles.

Se, por um lado, atender a tantas exigências, de diferentes ordenamentos jurídicos, implica em severos custos para as companhias, por outro, a admissão de seus valores mobiliários à negociação em diversos mercados implica na óbvia ampliação das fontes de recursos financeiros suscetíveis de serem canalizados para a atividade empresarial de cada uma delas.

O termo *cross listing* é usado para denominar a admissão dos papéis emitidos por uma determinada companhia à negociação em mercados de valores mobiliários de diferentes países. É, por exemplo, o caso de companhias abertas brasileiras que, além de negociarem seus valores mobiliários no mercado nacional, também são admitidas a fazê-lo em bolsas internacionais, como a de Nova York.

Como dito, realizar o *cross listing* implica, antes, em conseguir preencher todos os requisitos de admissão e registro da companhia - e dos títulos por ela emitidos - no

mercado estrangeiro onde ela pretenda negociar seus valores mobiliários.

O mercado de valores mobiliários norte-americano, pela sua tradição e gigantesca amplitude e volume de recursos financeiros movimentados, é uma opção frequente entre as companhias brasileiras que pretendam realizar o *cross listing*.

Porém, proporcional à sua tradição e volume de recursos é, no caso norte-americano, a quantidade e rigor das normas e instituições reguladoras do mercado de valores mobiliários[33]. Isto significa que conseguir admissão nas bolsas daquele país implica, para as companhias, em altos custos, decorrentes do cumprimento de tais regulações.

Os *American Depositary Receipts* (ADR) são, pode-se afirmar, soluções, desenvolvidas originalmente nos Estados Unidos da América, para aquelas companhias que desejam colocar os valores mobiliários de sua emissão à negociação no mercado norte-americano sem terem que se submeter a todas as exigências legais para sua inclusão diretamente nas bolsas de valores daquele país.

---

33 Um dos aspectos mais evidentes desta regulação consubstancia-se nos altos padrões de transparência negocial exigidos pela legislação norte-americana, a qual tem no denominado *Sarbane-Oxley Act* um de seus pilares. Referida frequentemente pelas siglas SARBOX ou SOX, tal lei, editada em 2002, representou grande alteração nas regras de transparência e governança corporativa, estabelecendo padrões de conduta elevados para as companhias que negociem no mercado de valores mobiliários norte-americano. É incerto se os requisitos de transparência e governança corporativa fixados pela SOX são realmente eficientes ou se, em verdade, representam mais custos do que efetiva melhoria no funcionamento do mercado de valores mobiliários daquele país. Veja-se, como exemplo, o texto de PIOTROSKI. Joseph. SRINIVASAN. Badrinath. Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings. *Rock Center for Corporate Governance*. Stanford University Working Paper n. 11. 2008.

Atualmente, esta modalidade de derivativos tornou-se um interessante meio para que companhias de países estrangeiros – especialmente as estabelecidas em regiões menos desenvolvidos economicamente - possam captar recursos no mercado norte-americano mesmo sem estarem autorizadas a negociar diretamente nos Estados Unidos da América[34].

Em sua forma básica, a operação se inicia quando uma instituição financeira ou similar, autorizada a negociar no país das companhias interessadas em captar recursos no mercado norte-americano, adquire valores mobiliários por elas emitidos e, a partir de então, os mantém em custódia.

Assim, por exemplo, uma instituição financeira autorizada a negociar no Brasil adquire valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras - não listadas no mercado norte-americano, mas interessadas em captar recursos lá - e os mantém em custódia.

Em seguida, a instituição custodiante dos valores mobiliários emitidos estabelece um convênio com outra instituição financeira ou similar, desta vez situada nos Estados Unidos e autorizada a negociar no mercado de valores mobiliários daquele país.

Em virtude desse convênio, a instituição financeira norte-americana pode emitir os ADR's (*American Depositary Receipts*) aqui tratados, os quais são documentos que conferem aos seus titulares, no mercado norte-americano, os mesmos direitos que eles teriam se adquirissem os títulos originais - oriundos das companhias estrangeiras - e que, por sua vez, permanecem em custódia na instituição que os adquiriu, no início da operação.[35]

---

[34] BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 182.

[35] "*Em suma, há um título emitido em determinado país que é adquirido por uma instituição financeira desse país, que os mantém em custódia. Uma instituição financeira norte-americana faz um convênio com a primeira instituição financeira emitindo no seu território* [no caso, os Estados Unidos da América] *os títulos*

Os direitos em relação às companhias emissoras dos valores mobiliários são exercidos pela instituição que tenha tais títulos em custódia, mas os ganhos financeiros decorrentes destes papéis são direcionados, por meio da instituição financeira norte-americana, aos titulares dos ADR´s.

O mercado de valores mobiliários brasileiro admite e regula, na Instrução C.V.M n. 332/2000, operação análoga, a qual se efetiva pela emissão dos *Brazilian Depositary Receipts* – BDR´s. Tratam-se de certificados de depósito, negociados no mercado de valores mobiliários brasileiro, mas vinculados a títulos emitidos por companhia abertas como sede no exterior[36].

No caso dos BDR´s o investidor os adquire, no mercado brasileiro, de instituição financeira devidamente autorizada, pelo Banco Central e pela C.V.M, a realizar a operação no Brasil. Esta instituição financeira, por sua vez, mantém convênio com a custodiante dos valores mobiliários - uma instituição financeira estrangeira – que foram emitidos por companhias abertas situadas no exterior.

---

*que serão efetivamente negociados. Tais títulos são denominados ADR (*American Depositary Receipts*), porquanto os titulos reais estão depositados na instituição financeira norte-americana, sendo negociados apenas os recibos de tais depósitos."* (TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial.* Vol. I. 6ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. pg. 492).

[36] *Brazilian Depositary Receipts* (BDRs) são certificados de depósito de valores mobiliários emitidos no Brasil que representam valores mobiliários de emissão de companhias abertas com sede no exterior.

Sua emissão deve ser realizada por instituições brasileiras (as chamadas instituições depositárias ou emissoras) que são empresas autorizadas a funcionar pelo Banco Central e habilitadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a emitir BDRs. A emissão é lastreada em valores mobiliários custodiados, em seu país de origem, por instituições custodiantes.http://www.bmfbovespa.com.br/pt br/mercados/outros-titulos/bdrs-brazilian-bepository-receipts/. *Site* consultado em 10/08/2016.

Os BDR´s são, então, um meio de permitir que companhias abertas estrangeiras captem recursos no mercado de valores mobiliários brasileiro sem precisar atender à totalidade das regras de admissão fixadas na legislação e pela Comissão de Valores Mobiliários[37].

6 - Debêntures

As sociedades – sejam elas anônimas ou limitadas – têm, em essência, dois principais meios para captação dos recursos financeiros necessários às suas atividades negociais.

O primeiro deles está na contribuição dos sócios e se concretiza quando cada um deles integraliza suas respectivas quotas ou ações e, assim, se tem constituído o capital social.

O segundo está na contratação de empréstimos – de curto, médio ou longo prazos para pagamento – no denominado mercado financeiro, composto essencialmente, no polo credor, por instituições bancárias.

Tratando-se de uma companhia aberta, nota-se que estes dois meios de captação estão corporificados, respectivamente, no mercado de valores mobiliários – onde ela pode lançar suas ações e, uma vez negociando-as, angariar recursos advindos de novos sócios – e no mercado

---

37 *"A função econômica dos BDRs é a de permitir que emissores estrangeiros captem recursos do mercado de capitais brasileiros através da negociação com valores mobiliários lastreados em títulos de sua emissão, o que, com o desenvolvimento da economia e do mercado de capitas nacionais, tem alcançado significativa importância"*. TESTA. Pedro. Anotações sobre o regime jurídico dos *Brazilian Depositary Receipts*. (IN). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011. Pg. 553.

bancário, onde ela pode obter empréstimos destinados a viabilizar suas atividades e/ou investimentos[38].

Indispensável, porém, salientar que ambas as formas de captação – mercado de valores mobiliários ou mercado bancário – têm, para a companhia, diferentes custos a serem considerados.

A captação de recursos através do lançamento de novas ações – e, em consequência, admissão de novos sócios – implica em alteração da estrutura de controle e poder sobre a sociedade. A entrada de novos integrantes modifica o percentual de todos no capital social e, em virtude disso, altera o exercício de certos direitos de sócio, principalmente no que diz respeito ao percentual de cada um sobre os lucros e nas deliberações sociais.

O custo elementar da captação de recursos, por uma companhia aberta, através do lançamento de novas ações no mercado de valores mobiliários é, portanto, esta alteração – a princípio permanente, diga-se de passagem – no percentual de todos os sócios sobre o capital social.

Já a busca por dinheiro através de empréstimos contraídos no mercado bancário impõe, à companhia/mutuária, os encargos – essencialmente constituídos por juros, correção monetária e garantias – exigidos, pelos bancos, para a realização do contrato. O custo elementar da captação de recursos no mercado bancário está, por óbvio, nos encargos financeiros atrelados ao contrato.

Sócio e credor têm em comum, pode-se afirmar, o fato de serem, cada um a seu modo, os provedores dos recursos financeiros a serem empregados pela sociedade no

[38] Este modelo de captação deixa de lado algumas situações que podem ser chamadas de "híbridas". É o caso, por exemplo, dos sócios que emprestam dinheiro à pessoa jurídica, de bancos que investem na sociedade em troca de direitos de sócio ou mesmo das sociedades que emitem novas ações ou quotas a serem totalmente integralizadas – respeitada a preferência de cada um – pelos atuais integrantes.

exercício de sua atividade. São, porém, significativas as diferenças entre um e outro, como se passa a demonstrar.

O direito do credor contra o devedor – no caso, a sociedade – é, pode-se dizer, incondicionado, posto que futuramente exigível desde a data de sua criação. O credor de uma sociedade tem, desde a data de constituição de seu crédito, o direito de exigir, no futuro, o valor emprestado, mais os encargos financeiros oferecidos pela devedora.

Já o sócio tem, neste sentido, o que se pode chamar de direito condicionado, posto que, por um lado, sua remuneração se consubstancia na participação dos lucros gerados pelo empreendimento – os quais não são garantidos – e, por outro lado, a restituição do valor de seus títulos somente se dará com a dissolução parcial – exclusão ou recesso – ou total da pessoa jurídica.

Tem-se, neste sentido, que o credor pode exigir o valor do principal mais os encargos oferecidos, e este direito existe desde a constituição de sua relação com sociedade devedora. Já o sócio somente poderá exigir a sua forma de remuneração própria – participação nos lucros – se as atividades de sociedade forem economicamente bem-sucedidas e, além disso, o valor por ele investido somente será reembolsado – após descontados os débitos da pessoa jurídica - em caso de recesso ou dissolução total da companhia.

De outro lado, o direito do credor contra a sociedade devedora é quantitativamente limitado, posto que consiste no valor do principal mais os encargos financeiros preestabelecidos. O credor não pode exigir e não receberá nada além disso.

Já o sócio, por sua vez, é remunerado na forma de participação nos lucros gerados pelas atividades da sociedade, os quais são potencialmente ilimitados. Assim, quanto maior for o sucesso financeiro da companhia, proporcionalmente será maior a remuneração do sócio, na forma de participação nos lucros gerados. Isto não ocorre

com o credor, cujo crédito é, como se viu, exigível, mas limitado aos valores preestabelecidos.

Uma terceira diferença está na modalidade de risco de cada um destes tipos de investimento. O risco do credor está na possível incapacidade patrimonial de pagamento do devedor – no caso, a sociedade. Trata-se do que se pode chamar de risco de insolvência. O credor não recebe se o devedor não tiver bens suficientes para honrar tal compromisso.

Já o sócio assume uma outra modalidade de risco, que é o de fracasso econômico das atividades a serem desenvolvidas pela sociedade. Como já salientado, todas as sociedades têm finalidade lucrativa. Isto, porém, não significa que todas elas alcançarão o lucro almejado. Assim, se a sociedade não for economicamente bem-sucedida, não haverá lucro a partilhar. O risco do sócio é, portanto, o risco de insucesso da sociedade.

Por fim, uma quarta significativa distinção entre credores e sócios está na prerrogativa de interferir ou não sobre os atos a serem praticados pela devedora e sobre a gestão do patrimônio dela.

Em princípio, os sócios têm direito de participação na sociedade, o qual se desdobra exatamente na prerrogativa de votar nas deliberações sociais e na eleição dos administradores do patrimônio e atividades sociais. Já o credor não tem, em regra, tal poder de participação, permanecendo – ao contrário – alheio à forma pela qual age a sociedade devedora e são escolhidos os gestores do capital por eles fornecido[39].

[39] Vale repetir que esta distinção leva em conta a realidade fundamental de credores e sócios. Com o evoluir do regime jurídico das sociedades e formas de captação de recursos, acabaram por ser desenvolvidas formas "híbridas", como as debêntures perpétuas, as conversíveis em ações ou com remuneração vinculada aos lucros obtidos pela sociedade devedora e mesmo as ações preferenciais sem direito de voto e sem prioridade na repartição dos lucros.

A debênture, valor mobiliário de grande utilização, apresenta-se como um instrumento que permite à companhia emissora captar recursos sem, por um lado, ter que admitir novos sócios – e, portanto, alterar sua estrutura interna de poder – e, por outro, sem a necessidade de se sujeitar aos encargos financeiros impostos pelo mercado bancário.

A debênture é, no caso das companhias abertas, negociada no mercado de valores mobiliários mas representa, em essência, um contrato de mútuo/empréstimo de dinheiro no qual a emissora dos títulos é a mutuária/devedora e o adquirente da debênture – debenturista – é o mutuante/credor.

Trata-se, assim, de um valor mobiliário que confere direitos de credor sob uma estrutura jurídica de emissão e negociação muito próximas àquela reservada aos direitos de sócio. Em outras palavras: as debêntures são direitos de crédito emitidos e negociados como direitos de sócio.

Este título capta recursos no mercado de valores mobiliários, mas sem entregar direitos de sócio e, de outro lado, torna a companhia devedora em empréstimos nos quais ela - e não o mutuante/credor – é, em princípio, a parte que fixa as condições e encargos de pagamento e garantia.

A debênture é um valor mobiliário – e, ao mesmo tempo, um título de crédito – que confere ao seu titular, o chamado debenturista, o direito de cobrar da companhia emissora, ao final do prazo estabelecido, o valor a ela referente, acrescido de encargos e outros benefícios eventualmente fixados[40]. Ao adquirir uma debênture, o seu

[40] As companhias abertas podem emitir também Notas Promissorias – ou *commercial papers* – a serem negociados no mercado de valores mobiliários. Tratam-se, como as debêntures, de valores mobiliários que corporificam um direito de crédito do seu titular em relação à companhia emitente. São tais Notas Promissórias reguladas pela Instrução n. 134/90 da Comissão de Valores Mobiliários e, em relação

titular está emprestando o valor pago por ela à companhia emissora e esta, por sua vez, se obriga a restituir tal valor – mais os possíveis encargos – na data futura fixada no ato de lançamento do título (Lei n. 6.404/76 art. 52).

A decisão de emitir debêntures é, segundo o art. 59 da Lei n. 6.404/76, de competência privativa da Assembleia Geral de Acionistas da companhia[41], à qual igualmente cabe deliberar e aprovar os itens enumerados pelo citado texto legal[42].

Por se tratar, como salientado, de um valor mobiliário que consubstancia, em essência, uma operação de empréstimo de dinheiro à companhia emissora, a deliberação sobre a emissão de debêntures deve aprovar, nos termos da Lei n. 6.404/76, os direitos dos debenturistas, em especial no que diz respeito à data de vencimento dos títulos e possibilidade de resgate antecipado (art. 55), juros e correção monetária oferecidos (art. 56) e instrumentos de garantia de pagamento (art. 58).

Estas e as demais prerrogativas dos debenturistas serão estipuladas em um documento denominado Escritura

---

às debêntures, guardam a peculiaridade de apresentarem menor prazo de resgate (entre 30 e 360 dias), o que as torna adequadas para operações de financiamento de curto prazo.

41 Segundo o par. 1º do art. 59 da Lei n. 6.404/76 o conselho de administração pode, nas companhias abertas, deliberar sobre a emissão de debêntures não conversíveis em ações, salvo disposição estatutária em contrário.

42 *Art. 59. A deliberação sobre emissão de debêntures é da competência privativa da assembléia-geral, que deverá fixar, observado o que a respeito dispuser o estatuto:I - o valor da emissão ou os critérios de determinação do seu limite, e a sua divisão em séries, se for o caso;II - o número e o valor nominal das debêntures;III - as garantias reais ou a garantia flutuante, se houver;IV - as condições da correção monetária, se houver;V - a conversibilidade ou não em ações e as condições a serem observadas na conversão;VI - a época e as condições de vencimento, amortização ou resgate;VII - a época e as condições do pagamento dos juros, da participação nos lucros e do prêmio de reembolso, se houver;VIII - o modo de subscrição ou colocação, e o tipo das debêntures.*

de Emissão das debêntures (art. 61 da Lei n. 6.404/76). Este documento deverá ser aprovado pela Assembleia Geral de Acionistas da companhia emissora, registrado – juntamente com a ata da Assembleia que o aprovou – no Órgão de Registro Público de Empresas mercantis (art. 62 da Lei n. 6.404/76) e também respeitar as eventuais exigências aprovadas pela Comissão de Valores Mobiliários, quando as debêntures forem destinadas à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão.

É obrigatória, nos casos de negociação pública de debêntures – ou seja, de debêntures destinadas a serem comercializadas na forma do art. 17 par. 3º da Lei n. 6.385/76 – a atuação do chamado agente fiduciário dos debenturistas[43], o qual será indicado na Escritura de Emissão dos títulos (art. 66 da Lei n. 6.404/76).

O regime jurídico do agente fiduciário dos debenturistas está fixado pelos artigos 66 a 69 da Lei n. 6.404/76. Trata-se, em síntese, de um representante dos debenturistas perante a sociedade emissora, com a função precípua de zelar pelos interesses de seus representados e, principalmente, pelo integral e tempestivo cumprimento de todas as condições previstas na Escritura de Emissão dos títulos.

Sua obrigatoriedade nas emissões públicas de debêntures se justifica, pois, como salientado, os credores não têm, em regra, ingerência sobre os atos praticados pelo devedor, no caso representado pela companhia emissora[44].

---

[43] Art. 66 par. 1º da Lei n. 6.404/76: *somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam os requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.*

[44] O art. 71 da Lei n. 6. 404/76 disciplina a denominada Assembleia Geral de Debenturistas, da qual podem participar todos os titulares de debêntures de uma mesma emissão. Vale ressaltar, entretanto, que esta assembleia somente tem competência para aprovar ou não atos da

A presença do agente fiduciário é, assim, uma forma de garantir a este grupo de investidores um canal de comunicação mais eficiente com a companhia emissora, principalmente no que tange ao cumprimento das condições oferecidas pela debênture.

As debêntures são, como as ações, emitidas em forma nominativa (art. 63 da Lei n. 6.404/76) e obrigatoriamente em grupo, podendo cada emissão ser subdividida em diferentes séries, cada uma delas conferindo iguais direitos aos seus titulares (art. 53 da Lei n. 6.404/76).

Uma modalidade particularmente interessante e útil deste valor mobiliário é aquela disciplinada pelo art. 57 da Lei n. 6.404/76. Tratam-se das denominadas debêntures conversíveis, que têm esse nome por conterem, em sua Escritura de Emissão, a possibilidade de que, na data de seu vencimento, sejam convertidas em ações da sociedade emissora.

Nas debêntures conversíveis o debenturista – credor – da sociedade poderá tornar-se sócio, caso seja implementada esta conversão. A conversibilidade da debênture deve ser prevista em sua Escritura de Emissão, à qual também caberá fixar a espécie e classe de ações nas quais poderá converter-se, a época e prazo de conversão e, principalmente, as denominadas "bases de conversão", ou seja: qual a proporção de ações para cada debênture ou vice-versa.

A conversibilidade ora tratada evita, por um lado, que a companhia emissora tenha que desembolsar, na época do resgate das debêntures, o valor integral delas, que passará a integrar o capital social. Por outro, oferece ao

---

companhia que modifiquem diretamente os direitos destes debenturistas em relação à sociedade emissora dos títulos. Não tem este órgão, portanto, qualquer competência sobre os atos de gestão da companhia devedora das debêntures.

debenturista a opção de tornar-se sócio do empreendimento, caso decida acatar a oferta de conversão.

Importante salientar que a conversibilidade da debênture deve, além de prevista na Escritura de Emissão, ser deliberada e aprovada pela Assembleia Geral de Acionistas da companhia emissora e, além disso, ser acolhida pelo debenturista, em decisão individual. Assim, a conversão dependerá da adesão tanto da companhia emissora – através de sua assembleia geral de acionistas – quanto do debenturista.

Duas outras modalidades de debêntures que ficam, pode-se dizer, "a meio caminho" entre os direitos de crédito e os de sócio são aquelas cuja remuneração do debenturista é vinculada aos lucros advindos das atividades da sociedade (art. 59, VII da Lei n. 6.404/76) e as denominadas debêntures "perpétuas", cujo vencimento – e exigibilidade – somente ocorre nos casos de inadimplência da obrigação de pagar juros, dissolução da companhia ou outras causas eventualmente previstas na Escritura de Emissão (art. 55 par. 4º da Lei n. 6.404/76).

No caso das debêntures com remuneração vinculada aos lucros obtidos pela sociedade emissora, quebram-se algumas das premissas da relação credor/devedor, como a exigibilidade incondicionada do valor do crédito e a limitação deste ao montante emprestado, mais encargos previstos. Ao contrário, na hipótese ora tratada o debenturista tem sua remuneração condicionada à ocorrência do lucro e, por outro lado, vê os frutos de seu investimento lhe remunerarem proporcionalmente ao sucesso do empreendimento.

Já nas debêntures "perpétuas" o objetivo do debenturista não é receber de volta, no futuro, o valor emprestado, mas continuar indefinidamente recebendo, da sociedade emissora, os juros e demais encargos previstos. Enquanto a companhia lhe pagar os juros e demais

encargos previstos, este debenturista não poderá exigir o reembolso do valor emprestado.

Para a companhia, trata-se de um mecanismo que lhe permite usar o capital de terceiros pagando encargos por ela própria estipulados, na Escritura de Emissão das debêntures "perpétuas". Já para o debenturista a vantagem está em aplicar seu capital na sociedade emissora e usufruir periodicamente de rendimentos advindos deste empréstimo.

7 – Partes beneficiárias e Bônus de subscrição

Juntamente com as ações e as debêntures, estes são os únicos valores mobiliários cujo regime jurídico está expressa e especificamente disciplinado na Lei n. 6.404/76. Apesar disso – e ao contrário das ações e debêntures – bônus de subscrição e partes beneficiárias não chegam a ter grande relevância no contexto das companhias brasileiras, sendo mesmo de se constatar sua restrita aplicação prática.

A essência de partes beneficiárias e bônus de subscrição está em serem, ambos, valores mobiliários que conferem aos seus titulares um – ou alguns – dos direitos essenciais dos acionistas. Seus titulares não são sócios da companhia, mas, em virtude dos títulos aqui tratados, terão um ou mais dos direitos essenciais conferidos pela Lei n. 6.404/76 (art. 109) aos acionistas.

No caso das partes beneficiárias, o direito de sócio conferido é o de participação nos lucros gerados pelas atividades da pessoa jurídica. Trata-se do que a Lei n. 6.404/76 chama de "crédito eventual" contra a companhia, consistente na participação nos lucros anuais, até o máximo de 10% (dez por cento) do valor a ser distribuído (art. 46 par. 1º e 2o).

As partes beneficiárias são criadas por previsão expressa nos estatutos da companhia e, como visto, quem adquire este valor mobiliário terá o direito a perceber –

pelo prazo de duração estipulado - uma parcela dos lucros gerados pela pessoa jurídica, mas sem os demais direitos dos acionistas, excetuado o de fiscalizar as atividades dos administradores (Lei n. 6.404/76 ar. 46 par. 3º).

Duas relevantes observações quanto às partes beneficiárias são, em primeiro lugar, a de que é proibida sua emissão por companhias abertas e, em segundo lugar, o fato de que podem – em curiosa exceção aos atos empresariais em geral - ser emitidas e conferidas a título gratuito, como forma de remuneração a serviços prestados à companhia por terceiros ou mesmo como meio de contribuições beneficentes a fundações ou entidades similares (art. 47 *caput* e par. único da Lei n. 6.404/76).

Já os bônus de subscrição – disciplinados pelos artigos 75 a 79 da Lei n. 6.404/76 – são valores mobiliários nominativos que conferem aos seus titulares o direito de preferência na aquisição de novas ações a serem emitidas pela companhia, outro dos direitos elencados pelo art. 109 da Lei n. 6.404/76 como essenciais aos acionistas.

Trata-se, assim, de um valor mobiliário a ser adquirido por terceiros que desejam ter preferência – inclusive sobre os acionistas da companhia – na aquisição de novas ações a serem futura e eventualmente emitidas pela sociedade. Quem adquire um bônus de subscrição[45] paga para ter preferência na aquisição de futuras emissões de ações da companhia[46].

---

[45] A decisão de emitir os bônus de subscrição é da assembleia geral de acionistas, podendo o estatuto social atribuir tal competência ao Conselho de Administração (Lei n. 6.404/76 art. 76).

[46] Os acionistas da companhia têm preferência na aquisição dos eventuais bônus de subscrição emitidos, de forma a poderem preservar, cada um deles, seu respectivo percentual no capital social.

CAPÍTULO V

Ações, quotas e direitos de sócio

1 – Ações: espécies e formas

O art. 15 da Lei n. 6.404/76 prevê a possibilidade de criação, em uma mesma companhia, de até três diferentes espécies de ações. Destas, apenas duas são efetivamente empregadas - as ações ordinárias e as ações preferenciais - e se diferenciam em razão dos direitos e vantagens que conferem a seus titulares[1].

Ainda segundo a natureza ou forma de concessão de determinados direitos ou vantagens a seus titulares, as ações ordinárias de companhias fechadas e as ações preferenciais de companhias abertas ou fechadas podem ser, por previsão estatutária, subdivididas em diferentes classes (art. 15 par. 1º da Lei n. 6.404/76)[2].

As chamadas ações ordinárias são normalmente conceituadas como a espécie que confere a seus titulares a

---

[1] A terceira espécie de ação é a denominada *ação de fruição*, que pode ser emitida em caso de amortização de ações ordinárias ou preferenciais (art. 44 par. 5º da Lei n. 6.404/76). Ocorre que, como constata a doutrina, elas são inexistentes na prática societária brasileira. "*A amortização – operação raríssimamente praticada pelas companhias brasileiras – consiste na distribuição, aos acionistas, a título de antecipação e sem redução do capital social, de quantias que lhes poderiam tocar em caso de liquidação da companhia (art. 44 par. 2º)".* CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. Pg. 51.

[2] As ações ordinárias de companhias abertas não podem ser subdivididas em diferentes classes. Além disso, nas companhias fechadas as classes de ações ordinárias obrigatoriamente devem ser previstas em função de um ou alguns dos critérios previstos no art. 16 da Lei n. 6.404/76, que são: conversibilidade em ações preferenciais, exigência de nacionalidade brasileira do acionista ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos administrativos.

integralidade do "estado de sócio" ou "direito de participação", pois assegura a estes acionistas, além dos seus direitos essenciais (art. 109 da Lei n. 6.404/76), a faculdade de intervir, com base no direito de voto, nas deliberações sociais em geral.

As ações ordinárias são as únicas de existência obrigatória, tanto nas companhias abertas quanto nas fechadas. Isto significa que, salvo previsão estatutária, a totalidade do capital da companhia será composto por ações desta espécie, o que coloca todos os seus acionistas no mesmo grau de direitos e deveres em relação à sociedade.

As ações preferenciais, por sua vez, decorrem de criação estatutária, tanto nas companhias abertas quanto fechadas. Assim, elas somente existem quando forem previstas no estatuto social, ao qual também cabe estruturar, dentro das premissas fixadas em lei, os direitos e possíveis restrições aplicáveis aos seus titulares (art. 19 da Lei n. 6.404/76).

A característica que mais evidentemente individualiza as ações preferenciais está no fato de terem, em relação às ações ordinárias, uma vantagem ou preferência especificamente a elas atribuída, por previsão estatutária. Tais vantagens podem ser de natureza patrimonial (art. 17 da Lei n. 6.404/76) ou política (art. 18 da Lei n. 6.404/76).

As vantagens patrimoniais que podem ser estatutariamente atribuídas às ações preferenciais de uma companhia consistem em prioridade na distribuição de dividendos – ou seja, do percentual dos lucros a serem repartidos entre os acionistas - e/ou prioridade no reembolso do capital (com ou sem prêmio) em caso de liquidação da companhia.

Destas, apenas a prioridade no recebimento dos dividendos a serem distribuídos pela companhia pode representar uma efetiva vantagem em relação às ações

ordinárias, pois o reembolso do capital somente se efetiva em caso de liquidação – e consequente extinção - da companhia e após pagos todos os seus credores[3].

As preferências de natureza política atribuíveis estatutariamente às ações preferenciais consistem no direito de escolher, em separado, um ou mais membros dos órgãos administrativos ou no poder de vetar alterações em determinadas cláusulas do estatuto social (art. 18 da Lei n. 6. 404/76).

Por outro lado, o estatuto social pode retirar das ações preferenciais, por previsão expressa, um ou mais dos direitos pertinentes às ações ordinárias, inclusive o direito de voto nas deliberações sociais (art. 111 da Lei n. 6.404/76)[4].

Assim - e diferentemente do que se tem nas ações ordinárias - as ações preferenciais podem, em caso de previsão estatutária neste sentido, ser "não votantes" nas deliberações sociais, o que acaba, na prática, permitindo que o capital de uma companhia com ações desta espécie seja dividido entre o "votante" e o "não votante" [5].

---

[3] *"Como são raras as dissoluções e liquidações de sociedades prósperas e solventes a prioridade no reembolso do capital não deveria seduzir nenhum investidor na aquisição de ações preferenciais"* (CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. p. 59).

[4] *"Não menciona a lei, na verdade, como já notou Valverde, quais os direitos especiais que possuem as ações ordinárias, a não ser o direito de voto nas reuniões assembleares (art. 110). Em virtude do que, só se o estatuto contiver direitos especiais para as ações ordinárias é que, ao criar ações preferenciais, poderá deixar de conferir tais direitos a ditas ações".* MARTINS. Fran. *Comentários à Lei das S.A. Vol. II. Tomo I.* Ed. Forense. Rio de Janeiro. Pg. 52.

[5] A retirada do direito de voto das ações preferencias é medida tão comum nos estatutos sociais que chegam elas quase a serem confundidas com ações "sem direito de voto", o que não é exatamente correto. As ações preferenciais, uma vez criadas estatutariamente, só não terão tal direito se o estatuto assim dispuser. Desta forma, nada impede que existam ações preferenciais com direito de voto.

Afiguram-se elas, deste modo, como possível instrumento de atração de capital para a companhia sem alteração no poder de controle sobre as deliberações e gestão da sociedade, os quais ficam concentrados nos titulares de ações ordinárias. Os titulares de ações preferenciais – chamados preferencialistas – não votantes são, portanto, um grupo de sócios sem poder de interferir nas decisões da companhia e, por consequência, na estrutura interna de controle.

A perda do direito de voto seria, em tese, "recompensada" pela vantagem patrimonial ou política conferida pelos estatutos sociais, o que faria da ação preferencial um investimento particularmente atraente para o investidor interessado em retornos financeiros e não em poder de decisão na companhia. Esta não foi, entretanto, a realidade das ações preferenciais sem direito a voto.

A existência de percentual significativo do capital social constituído por ações sem qualquer ingerência nas deliberações da companhia é objeto de constantes críticas[6], especialmente se considerado que até metade do capital social pode ser estruturado na forma de ações "não votantes" ou como direito de voto restrito a determinadas matérias (art. 15 par. 2º da Lei n. 6.404/76)[7].

---

[6] *"A supressão do direito de voto às ações preferenciais e a ampliação ilimitada do percentual do valor das subscrições de capital que podem ser por elas representadas têm as seguintes consequências: - causam prejuízos aos acionistas não controladores, na medida em que concentram todo o poder da companhia em mãos de poucos;- afetam de modo radical a estrutura da sociedade anônima, rompendo o equilíbrio de poder;- facilitam enormemente as cessões de controle e, portanto, a formação de conglomerados e a concentração empresarial."* CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. I*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 126.

[7] Há, porém, uma situação na qual os acionistas titulares de ações preferenciais adquirirão, por força de lei - e, portanto, ainda que os estatutos digam o contrário - o direito de voto. Trata-se do chamado voto contingente, previsto pelo § 1º do art. 111 da Lei n. 6. 404/76: *As ações preferenciais sem direito de voto adquirirão o exercício desse direito se a*

Por esta razão, as companhias abertas que desejam emitir ações preferenciais sem direito de voto devem obrigatoriamente conferir-lhes uma vantagem patrimonial mais significativa do que a mera perspectiva de preferência no reembolso do capital social, em caso de liquidação (art. 17 par. 1º da Lei n. 6.404/76).

Além disso, a BMF BOVESPA veda o acesso ao seu NOVO MERCADO às companhias que tenham em seu capital ações preferenciais sem direito a voto ou com direito de voto restrito nas deliberações sociais[8].

Pode-se mesmo afirmar, em virtude disso, que a companhia aberta com ações não votantes em seu capital acaba, em geral, sendo considerada pelos investidores como desprovida de boas práticas de governança corporativa e, em consequência, deixa de ser opção atraente de investimento.

Em sua forma clássica, as ações eram individualmente corporificadas em documentos escritos, de modo que a titularidade sobre elas se provava com a posse legítima deles. Daí o termo "papéis" ser ainda adotado para se referir às ações ou outros valores mobiliários emitidos por uma companhia.

Com a informatização dos processos inerentes ao mercado de valores mobiliários, as ações deixaram de ser consubstanciadas em documentos escritos e, em virtude disso, também a forma de provar a condição de acionista foi alterada.

---

companhia, pelo prazo previsto no estatuto, não superior a três exercícios consecutivos, deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos a que fizerem jus, direito que conservarão até o pagamento, se tais dividendos não forem cumulativos, ou até que sejam pagos os cumulativos em atraso.

[8] Sobre as regras admissionais para o Novo Mercado da BMF BOVESPA, vale consulta ao material indicado: http://www.bmfbovespa.com.br/ptbr/abmfbovespa/download/Folder_NovoMercado.pdf. *Site* consultado em 17/11/2016.

Segundo a atual redação dada ao art. 20 da Lei n. 6.404/76, só há uma modalidade de prova e transferência da titularidade sobre ações, que é através do lançamento do nome do acionista em um instrumento de registro legalmente previsto. Neste sentido, todas as ações existentes no direito brasileiro assumem a denominada forma nominativa[9].

As ações nominativas são aquelas cuja propriedade presume-se pela inscrição do nome do acionista no "Livro de Registro de Ações Nominativas". Trata-se de um livro no qual são registrados todos os acionistas da companhia, com suas respectivas participações no capital social, assim como as eventuais transferências (art. 31 par. 1º da Lei n. 6.404/76) e/ou constituição de ônus reais sobre tais ações, como penhor, caução, usufruto, fideicomisso ou alienação fiduciária (art. 39 e 40 da Lei n. 6.404/76).

Assim, o acionista prova sua condição pela simples identificação pessoal, a qual será conferida com o respectivo registro no livro ora mencionado. Se o nome de uma pessoa está no "Livro de Registro de Ações Nominativas" ela é, para todos os efeitos, titular da condição de sócio daquela companhia[10] e pode exercer os direitos daí decorrentes[11].

---

[9] As ações transferíveis por endosso – denominadas ações endossáveis – ou por mera tradição – as ações ao portador – não mais são admitidas no direito brasileiro, posto que extintas por força da Lei n. 8.021/1990.

[10] *"Trata-se de presunção relativa, que pode ser afastada em decorrência de sentença judiciária que, por exemplo, declare ser outra pessoa o proprietário das ações registradas falsamente em nome de terceiro".* VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial – Sociedade por ações*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2014. Pg. 143.

[11] Quando ocorre uma mudança na titularidade das ações da companhia, esta será lançada no "Livro de Transferência de Ações Nominativas", com a devida assinatura de alienante e adquirente ou de seus representantes (como as sociedades corretoras, nas operações realizadas em bolsa de valores).

Por outro lado, é possível que as companhias brasileiras disponham dos serviços de uma instituição financeira destinada à custódia[12] das ações ou outros valores mobiliários por elas emitidos (Lei n. 6.404/76, art. 41).

O exercício desta atividade de custódia é privativo de instituições financeiras devidamente autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (art. 34 par. 2º da Lei n. 6.404/76) e, nesta hipótese, cabe a esta instituição custodiante o dever de manter um mecanismo de registro destinado tanto a enumerar todos os titulares das ações e outros valores mobiliários de emissão daquela sociedade quanto para formalizar as eventuais transferências.

Neste caso, a prova da condição de acionista se faz por meio de extrato emitido pela instituição financeira custodiante destas ações, e sua transferência se opera mediante a apresentação e entrega de autorização judicial ou – como é mais comum – por meio de ordem escrita dada pelo alienante - ou seu representante - em favor do adquirente (Lei n. 6.404/76, art. 35).

As ações registradas por instituições financeiras custodiantes são denominadas ações escriturais e sua adoção total ou parcial depende de previsão nos estatutos da companhia emissora (art. 34 da Lei n. 6.404/76), sendo elas especialmente interessantes para as companhias abertas, nas quais há inúmeras transferências diárias – e por meio eletrônico - de suas ações e demais valores mobiliários.

Tal transferência será posteriormente lavrada, pela companhia, também no "Livro de Registro de Ações Nominativas".

12 *"Basicamente, a custódia de títulos compreende o serviço de guarda e o de exercício de alguns dos direitos decorrentes dos títulos, os quais são prestados aos investidores pela instituição custodiante"*. TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. I. ob. Cit. Pg. 457.

As ações escriturais são, em essência, simples variação das ações nominativas, posto que sua propriedade e transferência também se opera e prova por meio de registros próprios, aqui mantidos pela instituição financeira custodiante e não pela companhia emissora.

2 – A quota social

Denomina-se quota a fração constitutiva do capital de uma sociedade limitada ou qualquer outra daquelas disciplinadas pelo Código Civil. Por consequência, pode-se afirmar que o valor do capital social destas sociedades é o resultado da soma aritmética do valor das quotas em que está dividido.

Ao contrário do que se tem com as ações, as quotas não são legalmente classificadas em diferentes espécies ou classes. É da essência da quota o conferimento, ao seu titular, dos mesmos direitos e deveres em relação à sociedade, sem qualquer vantagem ou restrição específica para alguns, em relação aos demais[13].

---

[13] Há, na doutrina, referência à possibilidade de existência de quotas "preferenciais", que seriam – de forma análoga às ações desta espécie – criadas por disposição no contrato social e teriam, em relação às outras quotas componentes do capital, alguma especial vantagem política ou patrimonial e estariam, por outro lado, sujeitas à restrição total ou parcial no seu direito de voto. (PATROCÍNIO. Daniel Moreira do. *Sociedade Limitada – Comentários*. Ed. Juarez de Oliveira. São Paulo. 2008. Pg. 26/27).

Já a Instrução Normativa n. 98/2003 do extinto Departamento Nacional de Registro de Comércio expressamente vedava a admissão de tais modalidades de quotas, posição que se mostra mais adequada, uma vez que a criação de vantagens e restrições no exercício dos direitos de sócio deve ser amparada em autorização legal, não podendo decorrer exclusivamente dos atos constitutivos da sociedade, sob pena de permitir-se ao contrato a descaracterização de aspectos essenciais do tipo societário em questão.

As quotas componentes do capital de uma sociedade podem ser de valores iguais ou diferentes entre si, assim como uma mesma pessoa pode ser titular de uma ou várias delas (Código Civil, art. 1.055). Tem-se então que, em determinada sociedade, uma pessoa pode ter cem quotas no valor de R$ 1,00 (um real) cada, enquanto outra pode ser, por exemplo, titular de única quota no valor de R$ 100,00 (cem reais).

O exercício dos direitos de sócio é diretamente proporcional ao percentual que a quota ou as quotas de um sócio representam no capital social. Assim, sejam cem quotas de R$ 1,00 (um real) cada ou uma quota de R$ 100, 00 (cem) reais o percentual é, em ambos os casos, o mesmo em relação ao montante total do capital social e, em decorrência, os direitos de sócio serão exercidos, neste exemplo, em igual proporção.

O número de quotas integrantes do capital social, assim como o valor e titularidade de cada uma delas, é fixado em cláusula constante do contrato social assinado por todos os sócios (Código Civil, art. 997), instrumento no qual também são fixadas as formas de integralização de cada uma destas frações.

A condição de quotista se prova pela referência, em cláusula do contrato social assinado por todos os sócios e devidamente arquivado no órgão de registro competente, ao nome daquela pessoa física ou jurídica como titular de uma ou mais quotas de determinada sociedade.

Já a transferência de titularidade sobre uma ou mais das quotas integrantes do capital social se opera pelo arquivamento, igualmente no órgão de registro competente, de alteração no contrato social assinada pelo alienante, pelo adquirente e demais sócios remanescentes.

3 – Participação nos lucros e outros direitos essenciais dos sócios

A condição de sócio implica em direitos e obrigações muitas vezes difíceis de serem analisados pois, em primeiro lugar, deve-se considerar se há, por assim dizer, direitos e obrigações essenciais a tal condição. Estes seriam aqueles sem os quais o "estado de sócio" estaria descaracterizado e este pretenso integrante seria, de fato, titular de outra relação com a sociedade, como a de credor, empregado ou contratante.

No direito brasileiro há, no art. 109 da Lei n. 6.404/76, fundamental referência para a questão. Trata-se tal norma de um elenco de "direitos essenciais" do acionista, posto que inatacáveis tanto pelos estatutos da companhia quanto por eventual decisão da assembleia geral.

Ressalte-se, porém, que até estes direitos "essenciais" do acionista estão sujeitos, para seu exercício, a limites e/ou condições legalmente estipuladas, inexistindo, pode-se mesmo afirmar, direito de sócio que se exerça de forma absoluta, tomada aqui como ilimitada e incondicionada.

Embora sem um dispositivo expresso e sistematizado como o ora citado artigo 109 da Lei n. 6.404/76, o Código Civil também consagra, ainda que por vezes de maneira tácita, os mesmos direitos essenciais para os quotistas, com importantes ressalvas que serão abordadas.

O primeiro dos direitos essenciais à condição de sócio é o de participação nos resultados econômicos gerados pela pessoa jurídica. Referido tanto pelo art. 109 da Lei n. 6.404/76 quanto pelo Código Civil (artigos 981 e

1.008)[14], corporifica-se ele na distribuição periódica, aos sócios, dos chamados dividendos, termo que identifica o percentual de cada um deles sobre os lucros gerados, no período, pela atividade da sociedade[15].

O direito aos lucros gerados pela sociedade é, em qualquer modelo societário que se analise, essencial ao sócio. Porém, trata-se de um direito condicionado, posto que somente se configura quando houver lucros a serem distribuídos. Se, no período em questão, não houve lucro decorrente das atividades da sociedade, não há como se pretender distribuir dividendos aos sócios[16].

Desta forma, tanto a Lei n. 6.404/76 (art. 201 *caput* e par. 1º) quanto o Código Civil (art. 1.009) proíbem expressamente que a sociedade distribua aos sócios, como pretenso pagamento de dividendos, parte de seu capital, além de atribuir aos administradores da pessoa jurídica - e fiscais, no caso de companhias - responsabilidade pessoal, ilimitada e solidária pela reposição dos valores irregulamente distribuidos[17].

---

[14] O art. 981 do Código Civil inclui esta característica como inerente ao contrato de sociedade e seu art. 1.008 fulmina com nulidade cláusula que retire este direito de qualquer dos sócios.

[15] O direito de participar dos lucros da sociedade não se confunde com o denominado "pro labore", valor pago ao sócio que contribui, com seu trabalho, para a efetiva realização do objeto social. "*Seu pagamento, assim, deve beneficiar apenas os empreendedores, que dedicaram tempo à gestão dos negócios sociais"*. COELHO. Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Vol. II*. 17ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 455.

[16] Exatamente por causa deste necessário caráter condicionado é que se descaracteriza a condição de sócio quando o membro da sociedade tem estipulado em seu favor, por força de eventual cláusula contratual, certo pagamento periódico de "dividendos", independentemente da geração de lucro pela sociedade. A sociedade não pode assegurar dividendos antecipadamente a nenhum sócio pois, como seu viu, estes somente decorrem do efetivo e apurado lucro no período.

[17] Na regra do art. 1.009 Código Civil, os sócios que sabiam ou deviam saber desta distribuição irregular de dividendos são solidariamente

Nas companhias, há regras legais que estabelecem, em caso de existência de lucro, que um percentual mínimo deste lucro seja obrigatoriamente distribuído aos sócios, na forma de dividendos. Estes são os chamados dividendos mínimos obrigatórios, cuja disciplina está, basicamente, no art. 202 da Lei n. 6.404/76[18].

A previsão de dividendos mínimos obrigatórios para os acionistas tem, pode-se afirmar, o objetivo de evitar que a companhia retenha todo o lucro em seu patrimônio, sem permitir que os acionistas possam periodicamente perceber ao menos parte destes positivos resultados econômicos gerados pela pessoa jurídica.

Segundo a Lei n. 6.404/76 (art. 202, I), em caso de omissão dos estatutos sociais sobre o assunto os acionistas têm direito a receber, como dividendos mínimos obrigatórios, metade do lucro líquido do período, a ser calculado na forma do ora citado texto legal.

Porém, estipula o par. 2º do mesmo art. 202 da Lei n. 6.404/76 que a assembleia geral de acionistas poderá inserir regra estatutária referente ao percentual destes dividendos mínimos obrigatórios[19]. Neste caso, os estatutos

---

responsáveis, juntamente com os administradores da pessoa jurídica, por tal ato.

Já pela Lei n. 6.404/76 (artigo 201 par. 2º), os acionistas não são obrigados a restituir os dividendos que em boa-fé tenham recebido, presumindo-se a má-fé quando tais dividendos forem distribuídos sem o levantamento de balanço ou em desacordo com os resultados deste.

[18] Os tipos societários regulados pelo Código Civil não têm qualquer previsão sobre percentuais mínimos dos lucros que devam ser obrigatoriamente repartidos aos sócios. Assim, nas sociedades limitadas cabe aos sócios deliberarem sobre a distribuição ou não dos lucros gerados pela pessoa jurídica, repartição essa que pode variar de zero à totalidade destes lucros.

[19] Em matéria de dividendos mínimos obrigatórios a regra é a da *dispositividade*, que se refere ao poder do estatuto social para dispor sobre a matéria, com os limites legais somente se aplicando em caso de omissão estatutária. *"Com acerto, o legislador conferiu à própria sociedade grande*

não poderão fixar os dividendos mínimos obrigatórios em percentual inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido, apurado conforme os critérios do art. 202, I.

Há, porém, duas hipóteses - previstas no art. 202 da Lei n. 6.404/76 - nas quais a companhia poderá distribuir dividendos inferiores aos limites mínimos obrigatórios fixados pela lei ou pelos seus estatutos, ainda que haja lucro suficiente para tal repartição.

A primeira delas se refere, nas companhias fechadas, à decisão de sua assembleia geral de acionistas, sem que haja oposição de nenhum dos presentes (art. 202 par. 3º II da Lei n. 6.404/76). Portanto, os próprios acionistas de uma companhia fechada podem abdicar, por votação unânime entre os presentes, dos dividendos mínimos obrigatórios a que fariam jus em um determinado exercício social.

Nas companhias fechadas[20] tem-se, portanto, a regra da *dispositividade* somada à *disponibilidade* dos dividendos mínimos obrigatórios, já que os estatutos podem disciplinar – dentro dos limites legais - a matéria e, além disso, a assembleia geral de acionistas pode, desde que sem oposição de qualquer dos presentes, abdicar, em específico exercício social, de tais limites mínimos.

---

liberdade para desenhar a forma de distribuição de dividendos que melhor adeque-se à sua realidade". ROBERT. Bruno. *Dividendo Mínimo obrigatório nas S.A – apuração, declaração e pagamento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 97.

[20] Também usufruem desta disponibilidade sobre os dividendos mínimos obrigatórios as sociedades que tenham registro como companhias abertas apenas para fins de captação de recursos no mercado de valores mobiliários através do lançamento de debêntures não conversíveis em ações.

Por outro lado, as companhias fechadas controladas por sociedades anônimas abertas não têm a prerrogativa aqui mencionada (art. 202 par. 3º, da Lei n. 6.404/76).

Já nas companhias abertas tem-se a *dispositividade* da matéria – posto que o estatuto também pode cuidar do tema – mas não a *disponibilidade* dos dividendos ora tratados, uma vez que a assembleia geral de acionistas não pode abdicar destes percentuais mínimos.

A outra hipótese na qual uma companhia – aberta ou fechada, neste caso – poderá distribuir aos seus acionistas dividendos inferiores ao limite mínimo obrigatório está prevista no art. 202 par. 4º da Lei n. 6.404/76, o qual se refere à inadequação entre a situação financeira da companhia e tal distribuição de dividendos.

Trata-se, em síntese, da hipótese em que uma companhia se encontra em situação financeira particularmente instável e, em virtude disso, precisa deixar de distribuir os dividendos mínimos obrigatórios para, com o lucro apurado no exercício social em questão, tentar estabilizar-se economicamente.

Para que seja válida, esta opção de retenção dos dividendos mínimos obrigatórios deve ser fundamentadamente informada pelos órgãos de administração da sociedade, corroborada por parecer do Conselho Fiscal e, no caso das companhias abertas, justificadamente comunicada à Comissão de Valores Mobiliários, no prazo de 5 (cinco) dias (art. 202 par. 4º da Lei n. 6.404/76).

A distribuição de dividendos aos sócios é um dos direitos que se exerce, em regra, com base no que se pode chamar de princípio da *proporcionalidade*. Isto porque o percentual a que cada sócio tem direito nos lucros gerados pela sociedade é, em princípio, diretamente proporcional à sua participação no capital social.

Desta forma – e independentemente do tipo societário em questão - o sócio que mais contribuiu para a formação do capital social será, na mesma proporção, mais recompensado no momento da repartição dos lucros gerados pelas atividades da pessoa jurídica.

O princípio da proporcionalidade na repartição dos dividendos não é, entretanto, absoluto, nem no que diz respeito às sociedades anônimas, nem no que se refere às sociedades limitadas e outras regidas pelo Código Civil[21].

Como visto, o art. 1.008 do Código Civil prevê a nulidade absoluta de cláusula contratual que retire do sócio o direito a participação nos resultados econômicos da sociedade. Isto não impede, por outro lado, que o contrato social abdique do princípio da proporcionalidade e o substitua por outro critério de repartição de lucros[22].

Já no que se refere às companhias, é preciso citar os chamados dividendos preferenciais, que são aqueles que, por previsão estatutária, podem ser atribuídos às ações preferenciais criadas pelo estatuto social. Disciplinados pelo art. 17 da Lei n. 6.404/76, tem-se que tais dividendos, dependendo de sua estrutura estatutária, podem implicar em certa alteração na regra da proporcionalidade.[23]

Os dividendos preferenciais encontram-se classificados, na Lei n. 6.404/76, segundo dois principais critérios, sendo um deles o que os separa em dividendos

---

[21] O art. 1.007 do Código Civil refere-se à forma de participação do "sócio de serviços" nos lucros da sociedade da qual venha a participar. Embora esta modalidade de sócio seja vedada nas sociedades limitadas, vale a referência como exceção ao princípio da proporcionalidade na repartição dos lucros.

[22] Tome-se, por hipótese, uma sociedade que tenha por objeto social serviços que sejam prestados individualmente pelos sócios, como consultas fisioterápicas ou odontológicas. Nada impede que o contrato social preveja que os lucros serão repartidos não em função da participação dos integrantes sobre o capital, mas, por exemplo, em função do número de atendimentos realizados, no período em questão, pelos sócios, individualmente considerados.

[23] É o caso, por exemplo, do art. 17, par. 1º, II da Lei n. 6.404/76, que estabelece a possibilidade de que o estatuto social confira a cada ação não votante de companhias abertas dividendos ao menos 10% (dez por cento) superiores àqueles reservados para cada uma das ações ordinárias.

fixos ou mínimos e o outro aquele que os divide em cumulativos ou não cumulativos.

Dividendos preferenciais fixos são aqueles que, uma vez pagos – no montante previsto pelos estatutos - não conferem aos acionistas dele titulares direito a participação nos lucros remanescentes da companhia, os quais serão repartidos apenas entre os outros acionistas. Assim, o valor destes dividendos representa um "teto" para além do qual os acionistas dele titulares não podem ultrapassar[24].

Já os dividendos preferenciais mínimos são aqueles que, em sentido oposto, conferem aos seus titulares o direito de recebê-los – no montante fixado pelos estatutos – e ainda lhes permite participar, em igualdade de condições com os demais acionistas, da repartição de eventuais lucros remanescentes.

Portanto, dividendos preferenciais mínimos são, por assim dizer, um "piso", no sentido de que o seu valor deve ser pago antes de qualquer outra distribuição, mas que também, em caso de lucro remanescente, seus titulares ainda poderão concorrer com os demais acionistas[25].

---

[24] Em caso de lucro reduzido, estes acionistas recebem seus dividendos preferenciais e os demais ficarão sem participação, dada a prioridade ora comentada. Por outro lado, se houver grande lucro remanescente, este somente é distribuído aos demais acionistas da companhia, sem qualquer participação dos titulares de ações com dividendos preferenciais fixos.

[25] Este concurso aos lucros remanescentes somente se opera após o pagamento, aos demais acionistas, dos valores já anteriormente pagos a título de dividendos preferenciais mínimos.

Na modalidade ora analisada, a primeira providência da companhia é pagar os dividendos preferenciais, no montante estipulado pelos estatutos. Após este pagamento, se ainda houver lucro, os demais acionistas recebem dividendos até o montante já repassado aos acionistas com a prioridade no recebimento. Após esta etapa, se ainda houver lucro, este será dividido igualmente entre todos os acionistas da companhia, independentemente de sua espécie de ação.

São também os dividendos preferenciais classificáveis em cumulativos ou não cumulativos, sendo da primeira modalidade aqueles exigíveis no exercício social seguinte - se houver lucro - quando não ocorrer seu integral pagamento em um determinado exercício social.

Deste modo, se a companhia não pagar integralmente, em um determinado exercício social, os dividendos preferencias cumulativos, o acionista dele titular terá o direito de, no exercício social seguinte, receber não apenas os valores referentes ao período que se encerra como também o valor não quitado anteriormente.

Ao contrário, os dividendos preferenciais não cumulativos são aqueles que, se não forem inteiramente pagos em um determinado exercício social, não poderão ser cobrados no exercício social futuro. São, portanto, inacumuláveis com os do exercício social seguinte.

Cabe aos estatutos sociais conjugar tais critérios, ao criar ações preferenciais com esta vantagem patrimonial. Assim, os dividendos preferenciais podem ser fixos e não cumulativos, mínimos e não cumulativos, fixos e cumulativos ou, por fim, mínimos e cumulativos.

Para as companhias abertas que emitam ações sem direito de voto os dividendos preferenciais precisam ser disciplinados, nos estatutos sociais, conforme as diretrizes do art. 17 par. 1º da Lei n. 6.404/76[26], o que não impede

---

[26] *Art. 17 par. 1ª Independentemente do direito de receber ou não o valor de reembolso do capital com prêmio ou sem ele, as ações preferenciais sem direito de voto ou com restrição ao exercício deste direito, somente serão admitidas à negociação no mercado de valores mobiliários se a elas for atribuída pelo menos uma das seguintes preferências ou vantagens:*

I - direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, calculado na forma do art. 202, de acordo com o seguinte critério:

a) prioridade no recebimento dos dividendos mencionados neste inciso correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor do patrimônio líquido da ação; e

que sejam estatutariamente previstas outras vantagens patrimoniais ou políticas (art. 17 par. 2º da Lei n. 6.404/76).

Outro direito essencial dos sócios previsto tanto pelo art. 109 da Lei n. 6.404/76 quanto pelo Código Civil (art. 1.021) é o de fiscalizar, na forma da lei, os atos praticados pelos administradores da sociedade.

O capital social é, como se sabe, constituído pelos sócios, mas gerido pelos administradores da sociedade. Portanto, nada mais natural que se conferir àqueles o direito inatacável de fiscalizar a forma pela qual os órgãos de administração estão a gerir os recursos financeiros da pessoa jurídica.

Como se analisa em capítulo próprio, tem-se que o direito de fiscalização do acionista sobre os atos de gestão é essencial, mas, por outro lado, se exerce de forma indireta, posto que através do Conselho Fiscal ou, mais proximamente, das assembleias gerais de acionistas, à qual cabe a tomada e aprovação das contas dos administradores (art. 122, III da Lei n. 6.404/76).

Somente de forma excepcional – e atendidos requisitos expressos - um determinado acionista ou grupo deles terá o acesso direito, integral e individualizado aos livros e documentos contábeis da companhia (art. 105 da Lei n. 6.404/76), já que é fáticamente inviável conceber-se uma sociedade anônima – especialmente de capital aberto - na qual os seus sócios possam, individualmente e a

---

b) direito de participar dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias, depois de a estas assegurado dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com a alínea a; ou

II - direito ao recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; ou

III - direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no art. 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

qualquer momento, exigir acesso a tais informações e explicações.

Esta não é, entretanto, a regra prevalente no sistema do Código Civil, que, em seu art. 1.021, consagra aos sócios quotistas o direito de, a qualquer tempo, examinar os livros e demais documentos referentes aos negócios da pessoa jurídica[27].

Há, portanto, nítida diferença, na forma de exercício do direito de fiscalização, entre o regime jurídico das companhias e aquele reservado às sociedades regidas pelo Código Civil. Enquanto a Lei n. 6.404/76 segue a regra de que os acionistas só podem fiscalizar a gestão da pessoa jurídica através das deliberações da assembleia geral ou do Conselho Fiscal – indiretamente, portanto - opta o Código Civil por conferir aos sócios direito praticamente irrestrito de fiscalização.

Justifica-se tal discrepância se considerado que a estrutura jurídica das sociedades do Código Civil – especialmente as limitadas – é orientada para uma realidade de maior proximidade entre os sócios e a administração, sendo mesmo de se constatar que em muitos casos as mesmas pessoas ocuparão ambas as posições.

Por fim, são também direitos essenciais dos sócios, consagrados tanto no regime do Código Civil quanto do art. 109 da Lei n. 6.404/76: a participação, em caso de liquidação, no acervo da sociedade; o direito de preferência,

---

[27] Ainda segundo o art. 1.021 do Código Civil, cláusula do contrato social poderá prever que o acesso aos livros e documentos referentes às atividades da sociedade somente se efetuará em determinadas épocas do ano, de forma a estabelecer alguma previsibilidade para os administradores.

Por outro lado, vale acrescentar que esta fiscalização direta, pelo sócio, dos atos de gestão é complementada, no caso das sociedades limitadas, pelo poder de tomada e aprovação das contas dos administradores (art. 1.071, I do Código Civil), em forma análoga ao que se verifica nas sociedades anônimas.

na hipótese de aumento do capital social pela emissão de novas ações ou quotas; e o direito de recesso ou retirada, que nada mais é do que o poder de deixar, por vontade própria, a sociedade.

Todos eles serão abordados especificamente quando analisadas as diferentes nuances referentes ao aumento do capital social pela emissão de novas ações ou quotas e a dissolução total ou parcial das relações societárias. Por ora, o que mais importa é ressaltar que se tratam todos de direitos essenciais, mas condicionados a determinadas circunstâncias de fato ou de direito.

Assim, a participação no acervo do patrimônio social somente ocorre após pagos todos os credores da pessoa jurídica, o direito de preferência deve ser exercido dentro do prazo estabelecido e o direito de recesso somente ocorre nas hipóteses previstas por lei ou, no caso das sociedades limitadas, pelo contrato social.

4 – Critérios de avaliação de ações e quotas

Há diferentes critérios – legalmente expressos ou não – pelos quais se pode atribuir valor a uma determinada ação ou quota, especialmente quando se tratam de companhias abertas. Assim, para cada quota ou ação que se pense é possível atribuir, concomitantemente, diferentes preços, definidos cada um segundo o critério de avaliação adotado.

Uma ação de companhia aberta pode ser avaliada por, pelo menos, cinco critérios diferentes, que são o capital social, o patrimônio líquido da sociedade, o mercado primário, o mercado secundário e o reembolso, para o caso de recesso do titular. Alguns deles são mais relevantes que outros, mas, como se demonstrará, cada um tem sua aplicabilidade, ainda que para situações específicas.

As ações de uma companhia fechada ou as quotas de uma sociedade limitada, por sua vez, também estão

sujeitas à pluralidade de critérios de avaliação, mas com particularidades bastante evidentes.

4.1- O capital social e o valor nominal da ação ou quota

É sabido que o capital social é o resultado da soma das contribuições financeiras ou patrimoniais dos sócios e se forma para a viabilização fática da atividade econômica da sociedade. Sem capital a pessoa jurídica não tem como organizar seu estabelecimento (art. 1.142 do Código Civil) e exercer seu objeto.

No caso das sociedades anônimas – abertas ou fechadas - as unidades em que se divide o capital social são, repete-se, denominadas ações (Lei n. 6.404/76, art.1º). Uma ação corresponde, portanto, a certa fração - indivisível - do valor do capital social.

Chama-se de valor nominal da ação àquele que é obtido quando se divide o valor do capital social da companhia pelo número total de ações por ela emitidas. Assim, em uma companhia – aberta ou fechada - cujo capital social seja, por regra estatutária, de $1.000.000,00 (um milhão de reais) e dividido em 1.000.000 (um milhão) de ações, o valor nominal de cada uma será, em conclusão, de R$ 1,00 (um real)[28].

---

[28] O art. 11 par. 2º da Lei n. 6.404/76 estipula que o valor nominal será o mesmo para todas as ações da companhia. Assim, é ilegal pretender-se que uma ação de determinada espécie ou classe possa corresponder, isoladamente considerada, a percentual maior, em relação ao capital social, do que outra.

Nas sociedades limitadas as quotas podem, ao contrário do que se tem nas companhias, ser de valores nominais iguais ou diferentes (art. 1.055 *caput* do Código Civil), o que significa que cada quota pode representar uma fração específica do montante do capital social. O valor nominal delas – igual ou diferente entre si – há que ser fixado no contrato social (Código Civil, art. 1.054 c/c art. 997).

Quando uma pessoa subscreve certa quantidade de ações ou quotas de uma sociedade ela assume a obrigação de transferir, para a pessoa jurídica, o valor nominal das ações ou quotas subscritas. Na medida em que todos os adquirentes façam o mesmo, integraliza-se o capital social e, em consequência, viabiliza-se a atividade econômica a ser exercida pela sociedade.

O art. 11, *caput* da Lei n. 6.404/76 faz referência à possibilidade de uma companhia emitir ações sem valor nominal. Vale, neste ponto, esclarecer o real significado deste termo.

Toda ação corresponde a uma fração do capital social e, neste sentido, não é possível haver uma ação para a qual não seja possível atribuir-se um valor nominal. Todas as ações emitidas por uma companhia – aberta ou fechada - são suscetíveis de serem avaliadas em relação ao que correspondam, percentualmente, no capital da sociedade emissora.

Ações ditas "sem valor nominal" são aquelas em que este valor não é expressamente atribuído, pela companhia emissora. A tais ações é, como dito, possível dar valor nominal, mas este não é, por decisão da sociedade emissora, expressamente nelas mencionado.

A razão de sua utilização está na já apontada constatação de que o valor do capital social se desatualiza muito rapidamente, em relação ao patrimônio da pessoa jurídica. Assim, especialmente quando se tratam de ações de companhias abertas, a expressa referência a um valor nominal – certamente desatualizado – muitas vezes pode ocasionar desnecessárias dúvidas entre os investidores, razão pela qual a companhia emissora pode decidir omiti-lo.

Esta falta de correspondência entre o valor do capital de uma sociedade e seu patrimônio compromete a utilidade prática do valor nominal da ação ou quota. Isto porque o investidor não deve confiar que o valor do capital social –

e, por consequência, o valor nominal da ação correspondente – efetivamente existe, em termos de bens e direitos, sob a titularidade da pessoa jurídica.

No exemplo anterior, não há como afirmar, com este grau de informação, que o R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) outrora integralizado pelos sócios ainda existe, patrimonialmente falando, sob a titularidade da sociedade ou se já foi, ao menos em parte, utilizado para pagamento de dívidas ou outros negócios economicamente malsucedidos.

Por outro lado, é igualmente possível que a sociedade tenha acumulado sucessos negociais e que hoje, após constituída, tenha, sob sua titularidade, bens e direitos em valor superior àquele advindo da contribuição original dos sócios.

Uma sociedade de sucesso, sob o ponto de vista empresarial, tem um capital social inferior ao seu patrimônio, o qual cresce à medida em que se acumulam os ganhos advindos do exercício da empresa. Já uma sociedade malsucedida, sob o aspecto empresarial, provavelmente tem um patrimônio inferior ao capital social antes integralizado, pois dispendeu este último, ao menos em parte, no pagamento de suas obrigações.

É preciso, em virtude disso, encontrar um critério de avaliação destinado a esclarecer quanto, em termos de bens e direitos de titularidade da sociedade, é possível atribuir a cada uma das ações por ela emitidas. Este critério está no patrimônio líquido da sociedade.

4.2 – Valor patrimonial da ação ou quota: sua utilidade e forma de obtenção

Exceto, possivelmente, no ato de constituição da sociedade, o patrimônio da pessoa jurídica (patrimônio

social) não corresponde ao valor com o qual contribuíram os seus sócios (capital social).

Assim, se um interessado em se tornar sócio de uma sociedade deseja saber qual o montante, em termos de bens e direitos da pessoa jurídica, corresponde àquela ação ou quota, ele precisa de informações mais aprofundadas do que apenas o valor do capital da companhia emissora das ações ou da sociedade limitada à qual se referem as quotas.

Este investidor precisa saber, basicamente, quanto a pessoa jurídica teria para distribuir entre seus sócios - conforme o número de ações ou valor da quota de cada um - caso resolvesse vender os seus bens, realizar seus direitos e quitar as suas obrigações.

Em termos contábeis, chama-se de patrimônio líquido o conjunto formado, em essência, pelo montante de dinheiro, bens e direitos do qual a sociedade disporia, após pagos todos os seus débitos. Ao se subtrair dos ativos contábeis da sociedade (formado por seus recursos financeiros, bens e direitos) o valor do passivo patrimonial dela (composto por todas as suas obrigações) obtém-se o valor do patrimônio líquido desta pessoa jurídica[29].

Assim, se uma sociedade tem um montante de R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) em bens, recursos financeiros e direitos mas deve, no total, R$ 8.000.000,00 (oito milhões de reais), seu patrimônio líquido é de R$ 2.000.000,00 (dois milhões de reais)[30].

É este valor que, em princípio, seria dividido entre os sócios, caso a sociedade decidisse encerrar suas atividades. É, por outro lado, uma relativamente confiável amostra da

---

[29] MARTINS. Eliseu. GELBCKE. Ernesto Rubens. SANTOS. Ariosvaldo dos. IUDÍCIBUS. Sérgio de. *Manual de Contabilidade Societária*. 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 411

[30] Ressalte-se que tanto o valor dos ativos quanto do passivo patrimonial variam constantemente – para cima ou para baixo – em consequência dos negócios realizados pela sociedade.

real situação patrimonial e financeira da pessoa jurídica, posto que toma por base os seus bens, direitos e obrigações atuais e não apenas aqueles oriundos da contribuição passada dos sócios.

Valor de patrimônio líquido – ou valor patrimonial - de uma ação é o resultado da divisão do patrimônio líquido da companhia pelo número total de ações por ela emitidas[31].

Assim, no exemplo dado, a divisão do patrimônio líquido da sociedade (dois milhões de reais) pelo número total de ações por ela emitida (um milhão, exemplificativamente) permite encontrar o valor patrimonial de cada uma das ações, o qual será, no caso, de R$ 2,00 (dois reais)[32].

O valor patrimonial da ação é, portanto, atrelado - ou melhor, lastreado – no montante de dinheiro, bens e direitos ao qual esta ação corresponde no patrimônio da companhia. É, certamente, um importante parâmetro para a decisão do possível comprador ou vendedor.

---

[31] Como já salientado (e em virtude do art. 1.055 *caput* do Código Civil) as quotas de uma sociedade limitada podem ter valores nominais iguais ou diferentes entre si. Neste segundo caso, o valor patrimonial delas também será diverso umas das outras.

Se uma quota representa, por exemplo, 50% (cinquenta por cento) do capital da sociedade, a ela corresponde o mesmo percentual no patrimônio líquido da pessoa jurídica. Assim, o valor patrimonial desta quota é de 50% (cinquenta por cento) do patrimônio líquido da sociedade.

Tomando esta mesma hipotética sociedade limitada, se nela houver uma quota correspondente, por exemplo, a 10% (dez por cento) do capital social, seu valor patrimonial corresponderá, em consequência, a 10% (dez por cento) do patrimônio líquido da pessoa jurídica e será, por óbvio, cinco vezes menor do que o valor patrimonial da quota antes citada.

[32] Como, em uma sociedade anônima – aberta ou fechada – todas as ações correspondem ao mesmo percentual do capital social – ou seja, têm o mesmo valor nominal – elas também têm, sempre, o mesmo valor patrimonial.

Necessário salientar, por outro lado, que tanto o valor nominal quanto o patrimonial de uma ação ou quota são estabelecidos conforme critérios fixos e expressos, os quais são, respectivamente, o capital social e o patrimônio líquido da pessoa jurídica.

Porém, num ambiente de mercado, estes valores podem não corresponder, na prática, ao preço pelo qual vendedores e compradores estejam dispostos a negociar a ação ou quota.

O valor nominal e principalmente o valor patrimonial são, como dito, referências importantes na formação da decisão de comprar ou vender uma ação ou qualquer outro valor mobiliário.

Entretanto, o efetivo valor de um bem é aquele pelo qual alguém está disposto a comprá-lo e vendê-lo. No caso de uma quota, ação ou outro valor mobiliário é, portanto, necessário conhecer o valor pelo qual possíveis compradores e vendedores estejam dispostos a negociar este título.

A rigor, somente as ações de companhias abertas - de livre negociação em bolsa de valores e mercado de balcão - são realmente suscetíveis de serem avaliadas segundo o preço pelo qual compradores e vendedores estejam dispostos a negociá-las[33]. É o que se passa a expor nos dois próximos itens.

[33] No caso das quotas e de ações de companhias fechadas, ambas não são livremente negociáveis, pois o seu titular somente pode aliená-las se atendidas as restrições estipuladas no contrato social ou estatuto da companhia. Neste caso é possível falar-se, como se demonstrará a seguir, em valor de negociação, mas não em valor de mercado.

4.3- Valor da ação no mercado primário: seu preço ou valor de emissão

Quando uma ação de companhia aberta é emitida e colocada à negociação pela primeira vez, o valor pago por seu comprador será usado para integralizar o capital da sociedade. Trata-se do chamado mercado primário, termo que identifica as operações de compra e venda de ações que têm, como vendedoras, as companhias emissoras – ou intermediário delas - e, como compradores, os primeiros titulares do valor mobiliário negociado.

Dá-se, por sua vez, o nome de preço ou valor de emissão ao montante que é pago pelo adquirente de uma ação no mercado primário, ou seja, é o preço pelo qual a ação emitida é vendida ao seu primeiro comprador. Preço ou valor de emissão de uma ação é, portanto, aquele praticado no mercado primário.

O preço de emissão é direcionado para o capital social, de forma a integralizá-lo. A função primordial das operações em mercado primário é, desta forma, canalizar, para o capital das sociedades emissoras, os recursos pagos na aquisição das ações nele negociadas.

Vale retomar, por uma razão que a seguir será explicada, o exemplo dado no item anterior, qual seja: uma hipotética companhia com capital social de R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), dividido em um milhão de ações cujo valor nominal é, portanto, de R$ 1,00 (um real) cada.

Como dito, o preço a ser pago pelos primeiros adquirentes das ações desta hipotética companhia – seu preço ou valor de emissão – é obrigatoriamente direcionado para integralizar a parcela do capital social referente a elas.

Suponha-se agora que cada ação daquela companhia hipotética seja, no mercado primário, vendida por R$ 0,80

(oitenta centavos) cada. Isto significa que o preço de emissão destas ações é inferior ao seu valor nominal.

Admitida tal possibilidade, ao final da negociação de todas as ações desta companhia, em mercado primário, haverá R$ 800.000,00 (oitocentos mil reais) de capital integralizado, e não o R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) citado no estatuto. A companhia estará, portanto, sub capitalizada.

Há, portanto, uma fundamental relação entre o preço de emissão de uma ação e seu valor nominal, pois este é o valor mínimo possível para aquele. Dito de outra forma: o preço ou valor de emissão de uma ação não pode ser inferior ao seu valor nominal[34].

Assim, uma ação de valor nominal R$ 1,00 (um real) não pode ser negociada, ao seu primeiro adquirente, por menos do que isso, pois, se assim fosse, não haveria a completa integralização do capital da companhia.

Por outro lado, nada impede – sob o ponto de vista jurídico - que a companhia emissora estabeleça um preço de emissão superior ao valor nominal das ações a serem negociadas. De outro modo: é possível que o preço de emissão de uma ação seja superior ao seu valor nominal.

Se a demanda por ações de uma determinada companhia aberta está, em bolsa de valores ou mercado de balcão, elevada – portanto há muitos interessados em comprá-las – nada impede que esta sociedade, ao emitir novas ações, cobre, de seus primeiros adquirentes, o valor nominal desta ação – seu preço de emissão mínimo fixado em lei – mais um acréscimo, ao qual se chama de ágio.

A companhia emissora não é obrigada a negociar suas ações, em mercado primário, pelo valor nominal delas. Este

---

[34] Lei n. 6.404/76 art. 13: *É vedada a emissão de ações por preço inferior ao seu valor nominal.*

Par. 1º. *A infração do disposto neste artigo importará nulidade do ato ou operação e responsabilidade dos infratores, sem prejuízo da ação penal que no caso couber.*

último é o valor mínimo para negociação das ações no mercado primário, mas nada impede que, em percebendo procura suficiente para isso, a companhia insira, no preço de emissão de suas ações, um "sobrevalor" denominado ágio. Nesta hipótese, o preço de emissão da ação é composto pelo seu valor nominal, mais o percentual cobrado a título de ágio[35].

O percentual do preço de emissão pago a título de ágio também é direcionado para a pessoa jurídica, mas não integrará o seu capital social, uma vez que este já está estipulado nos estatutos e se dá por integralizado quando realizada a totalidade do valor nominal das ações emitidas.

O valor do ágio pago pelo adquirente de uma ação em mercado primário será contabilizado, pela companhia emissora, a título de reserva de capital (art. 13 par. 2º da c/c art. 182 par. 1º, a da Lei n. 6.404/76)[36].

---

[35] Veja-se a seguinte hipótese: uma companhia, cujas ações têm valor nominal de R$ 1,00 (um real) cada, verifica que tais ações são, em bolsa de valores, negociadas por R$ 2,00 (dois reais), dada a intensa procura em relação à oferta. Ao decidir emitir novas ações, esta companhia terá que lhes atribuir (por força do art. 11 da Lei n. 6.404/76) o mesmo valor nominal daquelas já em circulação. Isto não impede, porém, que a companhia cobre, em mercado primário, o valor pelo qual suas ações são efetivamente negociadas em bolsa (R$ 2,00) e converta o montante superior ao valor nominal delas – o ágio – em reservas.

[36] Dá-se o nome de *reservas*, grosso modo, a quaisquer bens, recursos ou direitos de uma sociedade, descontados aí aqueles referentes à integralização do capital social. São, em síntese, todos os ativos financeiros da pessoa jurídica – créditos, dinheiro e bens – menos o valor referente à integralização do capital social.

As reservas são subdivididas, na Lei n. 6.404/76, em diversas modalidades e têm origem, em princípio, no lucro obtido pela pessoa jurídica e ainda não distribuído aos sócios. Sobre as reservas e suas diferentes regras legais, confira: VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. PEREIRA. Alexandre Demetrius. *Sociedades por ações*. Ed. Revista dos Tribunais. 3ª edição. São Paulo. 2014. pgs. 577 e segs.

4.4- preço de cotação de uma ação: seu valor no mercado secundário

Após emitida e negociada em mercado primário, uma ação de companhia aberta pode ser – e em regra o será – renegociada sucessivas vezes. O adquirente da ação no mercado primário pode revendê-la a outro interessado e esse, por sua vez, fazer o mesmo, implicando numa sucessão de compras e vendas daquele mesmo valor mobiliário.

A estas sucessivas – em relação à negociação original, no mercado primário – compras e vendas de uma mesma ação dá-se o nome de mercado secundário, enquanto o montante de dinheiro pelo qual uma determinada ação é nele negociada denomina-se valor ou preço de cotação. Trata-se, portanto, do preço pelo qual uma ação é negociada no mercado secundário.

Em mercado secundário, o que há é uma compra e venda da ação entre o seu atual titular e alguém interessado em adquiri-la. O bem vendido é a ação e, por ela, paga-se o seu preço de cotação estabelecido naquele momento.

A troca de dinheiro por ação se dá entre seu vendedor e seu comprador, sem que a companhia emissora tenha, em princípio, qualquer atuação nesta operação. Assim, as operações em mercado secundário não alteram o capital da companhia emissora das ações, posto que o mesmo já foi integralizado com o valor pago por elas no mercado primário[37].

---

[37] O fato de as operações no mercado secundário não terem direta interferência sobre o capital ou o patrimônio das companhias não permite, porém, concluir que mercados primário e secundário sejam dois segmentos estanques e sem mútua repercussão. Ao contrário, se as ações de uma companhia são, em mercado secundário, ilíquidas – ou seja, apresentam pouca eficiência de negociação – é claro que, em futuras emissões, esta sociedade terá dificuldade em encontrar compradores interessados em adquirir, no mercado primário, suas novas ações.

Por se tratar de uma negociação entre o atual titular da ação e seu pretenso adquirente, o preço de cotação seria, em princípio, estabelecido por eles próprios, após sucessivas propostas e contrapropostas.

Porém, no caso das companhias abertas, a formação do preço de cotação de uma ação não se dá pela decisão isolada de um comprador ou vendedor, mas pelo valor estabelecido, naquele dado momento, como padrão entre os agentes.

Em bolsa de valores – ou mercado de balcão – há, ao mesmo tempo, inúmeros vendedores e possíveis compradores para as ações de uma mesma companhia. Determinada ação é ali concomitantemente negociada por várias pessoas interessadas em vendê-las. Por outro lado, também há, no mesmo momento, uma pluralidade de investidores possivelmente interessados em adquirir aquele valor mobiliário.

Além da pluralidade concomitante de vendedores e compradores de uma mesma ação, o mercado de valores mobiliários – especialmente a bolsa de valores – permite que os pretensos compradores ou vendedores tenham acesso simultâneo uns aos outros, ou seja: o vendedor pode negociar com qualquer comprador e vice-versa.

Quando, em um determinado mercado – como, no caso, o de compra e venda de uma ação – tais circunstâncias estão todas presentes, vendedores e compradores são chamados de *tomadores de preços*, pois têm a liberdade de decidir se e quando vão negociar, mas são

---

Por outro lado, se não houver novas emissões de ações, o mercado secundário poderá tornar-se, pelo excesso de procura em relação à pouca oferta de títulos, excessivamente especulativo, formando-se o que os economistas denominam "bolha".

incapazes de, isoladamente, fixar o preço do objeto negociado[38].

No mercado secundário, em princípio, compradores e vendedores de ações são – e devem ser - tomadores e não *formadores de preços*, pois não têm o poder de, isoladamente, determinar o preço de cotação, mas, ao contrário, são obrigados – se quiserem negociar - a adotam o valor fixado pelo conjunto das operações praticadas, naquele momento, pelo mercado.

Pode-se então concluir que a existência de um ou alguns agentes capazes de isoladamente influenciar, com suas decisões, o valor de cotação de uma ação – agentes formadores de preços - compromete a eficiência do mercado de valores mobiliários[39].

---

[38] O agente econômico é *tomador de preço* quando tem que aceitar, em uma transação, o valor fixado pelo mercado, sob pena de não conseguir negociar.

O mercado de compra e venda de pães é um exemplo em que todos os produtores e consumidores são tomadores – e não formadores - de preços. Se um produtor decidir, sozinho, elevar o preço do pão acima do praticado pelos demais fornecedores, ele certamente não encontrará compradores interessados, pois estes optarão por comprar do concorrente. Isto significa que este produtor, para participar do mercado, deve aceitar o preço nele praticado.

Neste exemplo, também os consumidores são tomadores de preço, pois sua decisão isolada de, por não concordar com o valor cobrado pelo pão, simplesmente não comprar, é incapaz de influenciar a conduta dos vendedores. O consumidor que deixa, isoladamente, de comprar pão não tem o poder de fazer com que seu preço baixe.

Em um mercado de valores mobiliários eficiente, tanto compradores quanto vendedores devem ser isoladamente incapazes de influenciar - com sua decisão de comprar ou não, vender ou não - o valor da ação a ser negociada.

[39] Se um determinado comprador ou vendedor é capaz de, com suas decisões individuais, influenciar na formação do preço de cotação de uma ação ele tem o poder de fazer a "balança da oferta e da demanda" pender artificialmente para um ou outro lado.

Outra variável relevante para a eficiente formação do preço de cotação de uma ação está na igualdade de custos, procedimentos e regras para sua compra e venda. Em um mercado de valores mobiliários eficiente, o custo, os procedimentos e regras para aquisição de determinada ação devem ser exatamente os mesmos para todos os compradores interessados em adquiri-las.

Há falha de mercado, neste aspecto, se os possíveis interessados em adquirir uma mesma ação se sujeitam a regras ou procedimentos diversos para comprá-la, ou têm que arcar com custos diferentes para implementar a aquisição.[40]

Outro componente fundamental de um mercado de valores mobiliários eficiente está na quantidade e qualidade das informações disponíveis, sobre o bem negociado, para a integralidade dos agentes.

Se o grau de informação sobre o bem vendido – no caso, a ação - é o mesmo para todos os possíveis compradores e vendedores, cada agente pode tomar sua

---

Este agente que, sozinho, influencia o preço de cotação de uma ação pode, se decide trazê-lo para baixo, auxiliar aqueles que querem comprar ações e, se opta por conduzir o preço para cima, colaborar para quem queira vender tais títulos. É, portanto, ineficiente um mercado de valores mobiliários cujo preço das ações seja formado não pelas decisões do mercado, mas pela opção de um ou alguns de seus agentes.

[40] Seria, por exemplo, o caso de se estabelecer, para o investidor A, o direito de comprar ações, na bolsa de valores, através de mecanismos mais rápidos, seguros e/ou baratos do que os disponíveis para o investidor B. A obra *Flash Boys – revolta em Wall Street*, de Michael Lewis (Ed. Intrínseca. Rio de Janeiro. 2014) ilustra esta falha de mercado quando narra a busca, por alguns operadores nas bolsas de valores norte-americanas, por conexões de internet mais rápidas e que, portanto, permitissem acessos mais céleres à aquisição de determinada ação. Assim, quem tivesse uma conexão mais rápida chegaria primeiro no ato de comprar ou vender as ações, tornando desigual o acesso ao mercado.

decisão de comprar ou vender com base no mesmo grau de conhecimento.[41]

Diante de todo o exposto, resta clara a relação entre a eficiência na formação do preço de cotação de uma ação e o grau de informação disponível, no mercado, sobre a companhia emissora. Em tese, se houver divulgação total e irrestrita de cem por cento das informações disponíveis sobre uma companhia, seus negócios e patrimônio, o mercado conseguirá atribuir às ações e valores mobiliários por ela emitidos um preço de cotação totalmente eficiente[42].

---

[41] O uso, por um ou mais agentes, de informações não disponíveis ao conhecimento dos demais compradores ou vendedores daquela ação - a chamada informação privilegiada – torna desigual a negociação entre eles.

Esta desigualdade de informações sobre o bem objeto de uma negociação – denominada assimetria informacional - é uma grave e comum falha comprometedora da eficiência dos mercados. Veja-se, como exemplo, os negócios envolvendo carros usados. O vendedor sabe, a princípio, muito mais do que o pretenso comprador sobre o estado do veículo e se vale desta desigualdade informacional na formação do preço.

O mesmo se verifica quando, em uma compra e venda de ações, o vendedor ou o comprador tem informações - a respeito da companhia ou daquele valor mobiliário específico - inacessíveis à outra parte do negócio. Por exemplo: se um investidor sabe, antes dos demais, que uma companhia petrolífera está prestes a anunciar uma grande descoberta de novos postos de exploração, sua decisão é – com base nesta informação privilegiada – adquirir ações desta petrolífera antes que os demais resolvam, uma vez divulgada a informação, fazer o mesmo.

[42] A busca por um critério seguro de formação do preço de cotação de uma determinada ação é, pode-se mesmo dizer, um verdadeiro "Santo Graal" do mercado de valores mobiliários. Entretanto, a história mostra que as várias – e muitas vezes imperceptíveis – falhas de mercado influenciam negativamente o modelo descrito e acabam por submeter o preço de cotação das ações a fatores muitas vezes aleatórios ou meramente especulativos. Sobre o tema: FOX. Justin. *O mito dos*

4.5- O valor de negociação de quotas ou ações de companhias fechadas

As transferências de quotas de sociedades limitadas ou ações de companhias fechadas a terceiros – não sócios - estão sujeitas a determinadas restrições estabelecidas em lei ou nos atos constitutivos da pessoa jurídica.

Nas sociedades limitadas, o art. 1.057 do Código Civil estabelece que a transferência de quotas para terceiros (pessoas que ainda não integram o quadro de sócios) está condicionada à não oposição por parte de um quarto ou mais do capital social[43]. Trata-se, em síntese, de um poder de veto à entrada do novo integrante dado, pelo Código Civil, à minoria qualificada de um quarto ou mais do capital social.

Tal estipulação pode ser alterada por cláusula contratual expressa, tanto no sentido de torná-la mais branda, quanto de fazê-la ainda mais rígida. A opção de uma sociedade limitada sem qualquer restrição à livre transferência de quotas para terceiros é rara, ao contrário daquelas que sujeitam, no contrato social, tal negócio a quórum de aprovação maior do que o estabelecido pelo art. 1.057 do Código Civil.

Já nas sociedades anônimas de capital fechado, o art. 36 da Lei n. 6.404/76 permite que seus estatutos

---

mercados racionais: uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street. Ed. Best Seller. Rio de Janeiro. 2009.

43 Código Civil, art. 1.057: *Na omissão do contrato, o sócio pode ceder sua quota, total ou parcialmente, a quem seja sócio, independentemente de audiência dos outros, ou a estranho, se não houver oposição de titulares de mais de um quarto do capital social.*

Parágrafo único. A cessão terá eficácia quanto à sociedade e terceiros, inclusive para os fins do parágrafo único do art. 1.003, a partir da averbação do respectivo instrumento, subscrito pelos sócios anuentes.

estabeleçam – como, em regra, se faz – restrições à livre transferência de ações a terceiros, não integrantes do quadro de acionistas.

A restrição ao direito do sócio de alienar as próprias ações não é, ao contrário do que se viu nas sociedades limitadas, expressa na legislação, que se limita, no caso das companhias fechadas, a admitir regra estatutária que fixe, com as ressalvas ali estabelecidas, tais restrições de negociação[44].

As restrições legais, estatutárias ou contratuais à livre alienação de quotas ou ações a terceiros configura-se como uma verdadeira *barreira de entrada*[45] no mercado de negociação destes direitos de sócio.

Isto significa que o mercado de compra e venda de ações de companhia fechada ou quotas de sociedade limitada é regulado – em lei ou nos atos constitutivos da pessoa jurídica - de forma a que a participação nele seja restrita aos interessados que consigam preencher os requisitos próprios de admissão à condição de sócio.

Para que alguém almeje adquirir quotas de uma sociedade limitada ou ações de uma companhia fechada é preciso, antes mesmo das tratativas iniciais, conseguir superar as restrições aplicáveis à entrada de terceiros na sociedade em questão. Por isso, não se pode esperar que haja, ao mesmo tempo, multiplicidade de interessados

---

44 Lei n. 6.404/76, art. 36: *O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.*

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de "Registro de Ações Nominativas".

45 Também chamadas de *impedimentos à entrada no mercado*. STIGLITZ. Joseph. E. WALSH. Carl. E. *Introdução à Microeconomia*. 3ª edição. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 2003. Pg. 213/215.

capazes, todos, de superar as restrições à sua entrada na sociedade.

Já no outro polo do mercado – o dos vendedores – também há notável diferença em relação às companhias abertas, pois em regra não há multiplicidade concomitante de vendedores dos direitos de sócio em uma determinada companhia fechada ou sociedade limitada.

Explica-se: nas companhias fechadas ou sociedades limitadas, é excepcional a situação em que dois ou mais de seus integrantes negociam, ao mesmo tempo e com o mesmo interessado, seus direitos de sócio[46].

Não há, portanto, multiplicidade de vendedores do objeto negociado (as ações da companhia fechada ou quotas da sociedade limitada), diversamente do que se vê no caso das companhias abertas, onde, seja em bolsa de valores ou mercado de balcão, os vários vendedores de um mesmo título disputam os múltiplos interessados em comprá-los.

A compra e venda de ações de companhias fechadas ou quotas de sociedades limitadas é, portanto, marcada por cláusulas de barreira à entrada de possíveis compradores e também por uma espécie de *monopólio contestável* dos vendedores[47].

---

[46] Em verdade, a citada multiplicidade concomitante de vendedores é possível, mas rara, pois acaba sendo tomada, pelos potenciais compradores, como sinal de que os negócios sociais não estão bem. As sociedades com restrição à livre negociação de direitos de sócio não se mostram adequadas à especulação de curto prazo e consequente mutação constante de seus membros. Ao contrário, pressupõem perenidade e relativa estabilidade no quadro de integrantes. Se vários deles querem, ao mesmo tempo, alienar seus direitos, é de se presumir que, sob o ponto de vista econômico-financeiro, não há boas perspectivas.

[47] Chama-se de *monopólio contestável* aquele em que o monopolista é o único vendedor, mas está constantemente sujeito à entrada de competidores no mercado, pois outros também são capazes de oferecer o bem negociado.

Estas restrições comprometem a liquidez destes títulos, uma vez que se torna, em relação às ações das companhias abertas, expressivamente mais custoso e demorado encontrar com quem negociar, já que só estão aptos a fazer isso o potencial comprador capaz de ser admitido na sociedade e o sócio interessado em vender sua participação naquele determinado empreendimento.

Sem multiplicidade concomitante de vendedores e compradores, o preço do objeto negociado não é dado pelo mercado, mas sim pela *barganha* direta entre os envolvidos na compra e venda[48].

O valor de negociação de quotas ou ações de companhias fechadas é, deste modo, fixado pela negociação direta entre comprador e vendedor, cada um deles considerando sua respectiva *vantagem competitiva*, pois, de um lado, apenas aquele interessado é capaz de preencher os requisitos para se tornar sócio e, do outro, o vendedor é, em princípio, o único integrante do qual se pode adquirir aquelas ações ou quotas.

A barganha entre compradores e vendedores de ações de companhias fechadas ou quotas de sociedades limitadas é uma operação que pode ser, dado o modo de interação entre estes dois tomadores de decisão, bem

---

O vendedor da quota ou ação de companhia fechada é, em princípio, monopolista deste objeto, mas paira sobre a negociação a possibilidade de que o interessado em comprá-las possa negociar também com outro sócio. O monopólio contestável impede que o monopolista possa, sozinho, fixar o preço do bem negociado. Sobre monopólio contestável: MANKIW. Gregory. N. *Introdução à Economia*. 3ª edição. Ed. Thomson. São Paulo. 2005. Pg. 45 e segs.

[48] Chama-se de *barganha* qualquer diálogo sobre valor para chegar a um acordo quanto ao preço de um determinado produto ou serviço. COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Direito e Economia*. Ed. Bookseller. Porto Alegre. 2012. pg. 202.

compreendida à luz de algumas premissas da Teoria dos Jogos[49].

Primeiramente, é relevante notar que se trata de um *jogo não cooperativo* – ou jogo de soma zero – uma vez que o ganho de um dos "jogadores" – o comprador e o vendedor das quotas ou ações – corresponde exatamente à perda do outro.

Em jogos como tais, não há aumento da riqueza social, mas apenas distribuição de direitos de propriedade entre os jogadores. Comprador e vendedor destas ações ou quotas trocam diferentes tipos de riqueza entre si – dinheiro por direitos de sócio - e, mais do que isso, o que um deles agrega ao seu patrimônio é exatamente o que deixa o patrimônio do outro agente.

Além disso, esta negociação é o que se pode chamar de *jogo forte*, pois compradores e vendedores podem, a qualquer momento das tratativas, decidir comprar ou não, vender ou não. Nenhum deles é, portanto, obrigado a manter-se na negociação, a participar do "jogo".

Por ser uma barganha que envolve diferentes e sucessivas propostas e contrapropostas, esta negociação configura-se um *jogo dinâmico*. Trata-se de um jogo no qual os participantes não esgotam a negociação em um único ato, ou seja, em uma única proposta ou contraproposta.

Ao contrário, quando se trata de comprar ou vender ações de companhias fechadas ou quotas de sociedades limitadas, o que se tem é uma sucessão de movimentos – leia-se propostas e contrapropostas – tanto do lado do vendedor quanto do comprador.

---

[49] As referências à Teoria dos Jogos feitas neste ponto do texto foram extraídas de: OSBORNE. Martin. J. *An introduction to Game Theory*. Oxford University Press. 2004. MYERSON. Roger B. *Game Theory*. Harvard University press. 1997. BÊRNI. Duílio de Ávila. *Teoria dos Jogos*. Reichmann & Affonso Editores. Rio de Janeiro. 2004. BIERMAN. H. Scott. FERNANDEZ. Luiz. *Teoria dos Jogos*. 2ª edição. Pearson editora. São Paulo. 2008.

Por fim, talvez o mais relevante seja salientar que a compra e venda ora analisada é um jogo de *informação imperfeita* para os envolvidos, pois nem o potencial comprador nem o possível vendedor têm cem por cento de conhecimento sobre o grau de interesse e a capacidade financeira da outra parte no negócio.

Esta é uma variável fundamental para a eficiente formação do preço destas ações ou quotas, pois quanto maior o grau de informação de um "jogador" sobre as intenções e capacidade econômica do outro, mais eficiente será a alocação do preço do bem negociado.

Por outro lado, quando o potencial comprador sabe pouco sobre a real necessidade e interesse do vendedor e vice-versa, menos podem eles agir no sentido de promover a eficiente fixação do preço das quotas ou ações negociadas.

O aspecto informacional da operação se completa com o conhecimento sobre o estado econômico-financeiro da sociedade à qual se referem as ações ou quotas. Nas companhias abertas, a correção de tal assimetria informacional se efetiva com as práticas de transparência - *disclosure* - impostas pela legislação e pelos agentes reguladores do mercado de valores mobiliários.

Porém, em se tratando de companhias fechadas ou sociedades limitadas, a obtenção destas informações é mais dispendiosa e complexa, exigindo, em regra, procedimentos de auditoria e *due diligence*[50] que acabam por se constituir em custos de transação.

Barreiras de entrada, monopólios contestáveis, barganha, informação imperfeita e custos de transação são,

[50] Esta "diligência prévia" é, em síntese, uma análise de todos os documentos e informações referentes ao estado econômico-financeiro de uma sociedade. Se efetiva com o estudo dos balanços e informações contábeis e bancárias, relatórios, livros e documentos internos, contratos, títulos, além de investigações em órgãos públicos executivos – como a Receita Federal – e judiciais.

portanto, variáveis relevantes na formação do preço de negociação de ações de companhias fechadas e quotas de sociedades limitadas.

CAPÍTULO VI

O capital social e suas alterações

1 – Capital social: integralização e funções

A prestação a que se obrigam as partes de um contrato de sociedade (art. 981 do Código Civil) consiste na mútua contribuição em bens, créditos ou dinheiro, para a formação de um conjunto patrimonial denominado capital social.

Capital social é, portanto, uma expressão que corresponde à soma das contribuições financeiras e materiais oriundas de cada uma das partes do contrato de sociedade. Trata-se de um patrimônio que, sob a titularidade da pessoa jurídica criada, será usado para a formação de seu estabelecimento (art. 1.142 do Código Civil) e viabilização fática do objeto social.

Dá-se o nome de quota à parcela ou fração deste montante com o qual cada um dos sócios, individualmente considerados, venha a contribuir. Quota é, então, termo que identifica a contribuição de cada um dos sócios para a formação do conjunto de bens e recursos financeiros ao qual se denomina capital social. A soma aritmética da expressão monetária das quotas de cada um dos sócios corresponde ao valor do capital da sociedade.

Nas sociedades limitadas, o valor do capital social deve ser expresso, em moeda corrente, no contrato social (art. 1.054 c/c 997 do Código Civil), assim como também é necessário prever, no instrumento de constituição da sociedade, o número de quotas em que se divide o capital,

o valor de cada uma delas[1], o seu respectivo titular e a forma pela qual serão integralizadas cada uma destas parcelas ou frações.

Nas sociedades anônimas o capital social é fixado, em moeda corrente, nos estatutos sociais e se divide não em quotas, mas em ações, que conferem aos seus titulares os direitos de sócio na companhia (arts. 1º e 5º da Lei n. 6.404/76) e constituem frações indivisíveis do capital da pessoa jurídica.

Subscrever uma quota – ou ação - é assumir a obrigação de transferir, para a pessoa jurídica, o valor referente a esta fração do capital social. A subscrição das quotas[2] que formam o capital social ocorre no momento em que o sócio assina o contrato de sociedade e se obriga, na forma e valores ali previstos, pelas prestações a ele referentes[3].

---

[1] As quotas podem ser de valor igual ou diferente entre si, bem como um mesmo sócio pode ter uma ou mais destas frações (art. 1.055 do Código Civil). Não há significativa relevância em se atribuir a um sócio, por exemplo, uma quota no valor de R$ 1.000,00 (mil reais) ou mil quotas no valor de R$ 1,00 (um real) cada.

Seria possível argumentar que a segunda forma permitiria mais facilidade na transferência de uma parcela do percentual do sócio no capital social. Esta observação é, com a devida vênia, improcedente, uma vez que, se seguidas as formalidades legais, o capital social pode ser reestruturado, por alteração contratual, em qualquer um dos modelos de distribuição das quotas entre os sócios.

[2] A subscrição da totalidade das ações do capital de uma companhia é, com visto no capítulo II, requisito preliminar à sua constituição (art. 80 da Lei n. 6.404/76).

[3] O sócio que não cumpre, na forma e tempo estipulados no contrato social, sua obrigação de contribuir para a formação do capital social é o sócio remisso, o qual, como se verá em capítulo próprio, pode ser excluído da sociedade (art. 1.058 do Código Civil).

O mesmo se verifica, com base e na forma do art. 107 da Lei n. 6.404/76, no caso do acionista que não integraliza o valor das ações por ele subscritas.

A subscrição da quota ou da ação não se confunde com sua integralização, a qual representa a efetiva transferência, para a pessoa jurídica da sociedade, dos recursos monetários ou patrimoniais aos quais cada um dos sócios se obrigou, seja no momento da assinatura do contrato social ou, nas sociedades anônimas, quando da realização das formalidades preliminares à criação da pessoa jurídica.

A subscrição das quotas é efetuada quando o sócio adere sua vontade ao contrato de sociedade, enquanto a integralização delas pode ocorrer à vista (no ato de sua subscrição) ou, no caso da sociedade limitada[4], de modo parcelado e/ou postergado, desde que esta dilação temporal seja expressamente prevista no contrato social.

É, para as sociedades limitadas, válida a cláusula de integralização futura e/ou parcelada do capital social. Porém, nesta hipótese, todos os sócios ficam, desde o momento da constituição da pessoa jurídica, responsáveis de forma pessoal, ilimitada e solidária pela totalidade do

---

[4] Como visto no capítulo II, as sociedades anônimas, para sua regular constituição, devem ter ao menos 10% (dez por cento) do seu capital integralizado em dinheiro, antes mesmo da formalização de sua criação (art. 80, II da Lei n. 6.404/76). O restante do valor das ações subscritas pode ser, de forma similar ao que se vê nas sociedades limitadas, integralizado futuramente, de modo parcelado ou não, desde que a data de vencimento do dever de integralização também esteja prevista nos atos constitutivos da companhia.

"A integralização do capital, em nosso sistema, seja em dinheiro, seja em bens, pode se dar parcialmente, segundo a livre deliberação dos sócios. E um mesmo sócio pode integralizar sua quota, parte em dinheiro e parte em bens, ou somente em bens. Apenas se exige, se em dinheiro, a entrada de 10%. (...).

Não se justifica, outrossim, a imediata integralização de um capital que, ao início das atividades sociais, se mostre desnecessário e improdutivo, sendo mais racional, mormente sob o enfoque financeiro, que, na proporção do crescimento da empresa, se façam as chamadas de capital, consoante previsto no estatuto. (LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas. Comentários à Lei. Vol I.* Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2014. pgs. 180 a 182).

valor do capital social (art. 1.052 do Código Civil), até que o mesmo enfim seja completamente integralizado por eles.

Já para o acionista inexiste a obrigação de garantir, com seu patrimônio pessoal, o montante do capital social, mesmo enquanto ainda não totalmente integralizado. Ao contrário, sua responsabilidade é limitada ao valor das ações por ele subscritas (art. 1º da Lei n. 6.404/76) e se esgota quando ele efetua a integralização delas[5].

As quotas de uma sociedade limitada ou ações de uma companhia (art. 7º da Lei n. 6.404/76) podem ser integralizadas em dinheiro, créditos[6] ou por quaisquer bens suscetíveis de avaliação econômica[7], sejam estes de natureza móvel, imóvel ou mesmo imaterial[8], como na hipótese dos direitos sobre uma marca, por exemplo.

---

[5] A previsão de solidariedade entre acionistas pela integralização do capital social seria por si só fator de inviabilização das companhias com grande número de sócios - como aquelas que negociam suas ações no mercado de capitais - pois colocaria esta gama de pessoas que, em regra, sequer se conhecem, como responsáveis pelo valor das ações umas das outras.

[6] Quando a subscrição do capital se efetua pela transferência de créditos dos quais seja titular o subscritor, este último é responsável, perante a sociedade e os demais sócios, pela solvência do devedor (art. 10 par. único da Lei n. 6.404/76).

Embora o Código Civil não contenha, para as sociedades limitadas, regra expressa neste mesmo sentido, a aplicação da mesma solução se impõe, uma vez que os créditos não satisfeitos significam quotas não integralizadas.

[7] A contribuição em serviços é expressamente vedada pelo par. 2º do art. 1.055 do Código Civil. Esta proibição se justifica por tratar-se de uma sociedade de responsabilidade limitada para todos os seus sócios. Nestes tipos o capital social deve ser obrigatoriamente composto por algo tangível pelos credores, em caso de inadimplemento das obrigações sociais.

[8] Modesto Carvalhosa lembra, com acerto, que a penhorabilidade é também um requisito para que um bem seja usado na integralização do capital social de qualquer sociedade. "*Isto porque é papel do capital social a garantia dos credores. Fossem os bens não penhoráveis e não executáveis, não teriam*

A avaliação dos bens de qualquer natureza que venham a ser usados para a integralização do capital social é providência essencial, tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas, pois em ambas o capital social e suas frações são expressas em moeda corrente. Desta forma, é obrigatório que se atribua um valor pecuniário aos bens usados na integralização de quotas ou ações.

Nas sociedades anônimas, a avaliação dos bens que eventualmente sejam usados, por permissão estatutária, na integralização do capital social, é disciplinada pelo art. 8º da Lei n. 6.404/76, o qual fixa a exigência de laudo técnico, a ser elaborado por três peritos ou empresa especializada, nomeados em assembleia geral de subscritores realizada na forma prevista pelo ora citado texto legal.

Os autores do laudo devem fundamentá-lo, fazer detalhada indicação dos critérios adotados e documentos empregados, além de prestarem, na assembleia geral de subscritores, os eventuais esclarecimentos solicitados pelos presentes (art. 8º par. 1º da Lei n. 6.404/76).

Se esta assembleia não aprovar o valor atribuído pelo laudo ou o subscritor não aceitar a avaliação aprovada, ficará sem efeito o projeto de constituição da companhia (art. 8º par. 3º da Lei n. 6.404/76). Ressalve-se, contudo, a possibilidade de o subscritor optar por integralizar suas ações em dinheiro, quando então se poderá continuar o processo constitutivo.

Para as sociedades limitadas, não exige o Código Civil a participação de perito especializado na elaboração de laudo de avaliação dos bens a serem empregados na integralização do capital social. Ao contrário, cumpre aos próprios sócios atribuir valor aos bens que comporão o capital da sociedade por eles constituída

---

os credores qualquer segurança ou garantia efetiva". CARVALHOSA. Modesto. (In). AZEVEDO. Antônio Junqueira (Coord.). *Comentários ao Código Civil – Vol. 13.* Editora Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 70.

É claro que tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas pode haver a superavaliação dos bens usados na integralização de quotas ou ações. Dita superavaliação significa, por exemplo, atribuir a um bem de R$ 500,00 (quinhentos mil reais) o valor de R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) em quotas ou ações da sociedade.

Tal expediente provoca o que a doutrina chama de "capital aguado"[9] e, obviamente, implica em prejuízo para os outros sócios e para os credores da pessoa jurídica, que acreditam haver, sob a titularidade da sociedade, mais recursos patrimoniais do que efetivamente existe.

A Lei n. 6.404/76 prevê, como forma de evitar e sancionar a superavaliação dos bens que comporão o capital social, que os avaliadores contratados e o subscritor responderão perante a companhia, os acionistas e terceiros, pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido (art. 8º par. 6º).

Já o Código Civil estipula, para as sociedades limitadas, que a falta de exata avaliação dos bens conferidos ao capital social implica na responsabilidade solidária de todos os sócios, pelo prazo de 5 (cinco) anos, contados da data do registro da sociedade (art. 1.055 par. 1º).

Tem-se assim, em ambos os casos, que a consequência jurídica da superavaliação de bens, para fins de integralização do capital social, é a responsabilização patrimonial das pessoas responsáveis por tal avaliação.

Nas sociedades anônimas, a responsabilidade pela avaliação não é dos acionistas, mas sim do subscritor cedente dos bens e dos avaliadores contratados na forma da lei. Portanto, cabe a eles reparar, com seus respectivos

---

[9] "*Esta situação lembra prática comum na venda de gado: os animais são forçados a consumir dose excessiva de sal, o que os leva a beber grandes quantidades de água, aumentando artificialmente o seu peso".* CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. Pg. 41.

patrimônios pessoais, os prejuízos que culposa ou dolosamente causarem.

Note-se que o par. 6º do art. 8º da Lei n. 6.404/76 não se refere a solidariedade entre avaliadores e subscritor, para fins da responsabilização ali tratada. Isto significa que cada um deles é responsável na medida em que tenha contribuído, com dolo ou culpa, para a superavaliação.

Se, por exemplo, o subscritor presta correta e integralmente as informações sobre os bens com os quais deseja integralizar suas ações e os peritos contratados, na forma da lei, empregam de forma equivocada as informações prestadas, levando à superavaliação, há que se atribuir apenas a estes últimos a responsabilidade pelos prejuízos.

Porém se, ao contrário, o subscritor fornece aos peritos contratados, com culpa ou dolo, informações erradas ou incompletas sobre os bens a serem avaliados e, em virtude disso, os peritos, embora diligentes e cuidadosos, avaliam mal o bem, a responsabilidade deve ser exclusiva do subscritor.

Já nas sociedades limitadas, tem-se que a avaliação dos bens é de responsabilidade de todos os sócios, que, em consequência, permanecem pessoal e ilimitadamente obrigados, de forma solidária e pelo prazo de 5 (cinco) anos do registro da sociedade, à reparação dos prejuízos que a superavaliação dos bens componentes do capital tenha causado.

Se um ou mais dos sócios não concorda com os critérios adotados na avaliação de bem a ser usado na integralização do capital, deve retirar-se da sociedade antes mesmo da finalização de seu processo constitutivo, sob pena de, com base no artigo 1.055 do Código Civil, responsabilizar-se pelos prejuízos causados pela superavaliação.

A superavaliação ora mencionada não se confunde com eventuais – e quase sempre inevitáveis – depreciações

naturais, decorrentes da ação do tempo sobre os bens usados na integralização de capital social ou de fatos supervenientes – como acidentes, danos, desatualização – que comprometam o valor original deles.

Há superavaliação quando se tem a falta de exata correspondência - no momento de atribuição de valor ao bem para fins de integralização do capital da pessoa jurídica - entre seu valor de mercado e aquele atribuído nos atos constitutivos da sociedade.

Sócios, subscritores e peritos não podem ser responsabilizados, na forma acima explicitada, se a diferença entre o valor atual de mercado do bem e o valor a ele dado, na data da integralização do capital da sociedade, decorre simplesmente da ação do tempo ou de fatos supervenientes.

Como demonstrado no Capítulo II, a Lei n. 6.404/76 exige que um percentual mínimo de 10% (dez por cento) do valor do capital social das companhias seja constituído, à vista e em dinheiro, pelos futuros acionistas. Nos demais tipos societários não há tal exigência. Assim, é corriqueiro que os sócios muitas vezes estipulem, no contrato de sociedade, valores para o capital social que não se encontrem devidamente integralizados.

O Órgão Público de Registro de Empresas Mercantis não dispõe de mecanismos efetivos para aferir a real integralização dos montantes correspondentes às quotas de cada sócio, o que acaba por facilitar a criação de pessoas jurídicas cujo capital social, expresso nos atos constitutivos, simplesmente jamais foi integralizado.

Em virtude disso, o instituto do capital social perdeu muito de sua credibilidade, hoje servindo apenas como balizador das relações internas de poder entre os sócios (função *interna corporis*) e não mais como efetiva garantia dos credores, sua outrora considerada função externa.

Tal realidade – que em muito contribui para a existência de "sociedades fantasma", posto que sem qualquer patrimônio[10] – poderia ser em muito mitigada se, uma vez alegado por terceiro que o capital social resta não integralizado, fosse atribuído aos sócios o ônus de comprovar – via documentos de transferência de propriedade ou depósitos bancários, por exemplo - sua integralização.

A falta de rigor na sanção à criação de sociedades sem efetiva integralização do capital social leva, ainda, ao enfraquecimento do próprio instituto da responsabilidade limitada dos sócios, que, especialmente em débitos de natureza trabalhista, é desconsiderada, posto haver quase que presunção absoluta de não integralização do capital social[11].

---

[10] Não se está aqui a fazer alusão à adequação de previsão legal de "capital mínimo" para a constituição de sociedades. A pessoa jurídica em geral – e a sociedade, em particular – muitas vezes é usada apenas para limitação do risco no exercício de uma atividade econômica. Nestes casos, é mesmo esperado que ela disponha de pouquíssimos recursos patrimoniais.

O que se deve evitar – e que, infelizmente, tornou-se prática comum – é a existência de sociedades que têm estipulado em seus atos constitutivos um valor de capital social totalmente ilusório, posto que jamais integralizado.

[11] CALÇAS. Manoel de Queiroz Pereira. *Sociedade Limitada no Código Civil*. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pgs. 102/104. Em âmbito administrativo, a falta de integralização tempestiva do capital social pode acarretar para a sociedade o comprometimento de sua avaliação de capacidade econômico-financeira, para fins de prosseguimento em processos licitatórios. BARROS. Clemilton da Silva. *O capital social não integralizado e a aferição da capacidade econômico-financeira da empresa nos procedimentos licitatórios*. htttp://jus.com.br/artigos/11233. Site consultado em 12/02/2016.

2 – A distinção entre capital e patrimônio social

Fundamental é, neste ponto, distinguir entre o termo capital social e o denominado patrimônio social. Capital social é, como já apresentado, o resultado da soma aritmética das contribuições dos sócios, sendo sua expressão monetária fixada, quando da constituição da sociedade, no contrato social ou estatuto.

À medida que a sociedade começa a exercer efetivamente seu objeto social e, de fato, dedicar-se à atividade econômica para a qual foi constituída, naturalmente ela passa a agregar bens e direitos àqueles provenientes da contribuição efetuada pelos sócios expressa, como visto, na forma de capital social.

A partir deste momento, os bens e direitos da sociedade passam a ser aqueles oriundos da contribuição dos sócios – capital social – somados àqueles provenientes dos ganhos resultantes do exercício da atividade econômica para a qual foi criada a pessoa jurídica.

Por outro lado, a sociedade também passa, assim que inicia suas atividades, a contrair uma série de obrigações – voluntárias ou não – inerentes ao próprio exercício do objeto social. São, por exemplo, dívidas tributárias, com empregados, fornecedores de capital e outras, as quais recairão tanto sobre os bens e direitos expressos na forma de capital social quanto também sobre aqueles posteriormente agregados.

Pode-se afirmar que patrimônio social é, em absoluta síntese, o valor expresso como capital social, mais o valor destes bens e direitos oriundos da prática, pela sociedade, de suas atividades negociais, menos o valor dos débitos que esta pessoa jurídica venha a contrair em virtude do exercício de seu objeto social.

Em outros termos, tratam-se de todos os bens, direitos e obrigações materialmente constituídas, em dado momento, em nome da pessoa jurídica, sejam estes bens,

direitos e obrigações resultantes da contribuição dos sócios – capital social – ou do exercício do objeto social.

Enquanto o valor do capital social pode ser facilmente identificado – com simples consulta aos atos constitutivos da sociedade – e permanece fixo até que seja formalmente modificado, o patrimônio de uma pessoa jurídica varia quase que de forma ininterrupta, pois ela está constantemente agregando, pelo efetivo exercício do objeto social, novos bens, direitos e obrigações à sua titularidade.

Mensurar o patrimônio de uma sociedade depende de detalhadas informações a serem empregadas para a realização de diferentes Balanços e demonstrações contábeis[12]. Além disso, esta mensuração inevitavelmente se torna, à medida que passe o tempo, cada vez menos condizente com a realidade presente do patrimônio social, servindo apenas como dado histórico.

É possível perceber também que o patrimônio social contém um aspecto positivo e outro negativo. O primeiro deles é representado pelos bens, recursos financeiros e direitos patrimoniais sob a titularidade da pessoa jurídica. São, em termos contábeis, os chamados ativos patrimoniais.

Já o aspecto negativo do patrimônio social é composto pela soma de todas as dívidas e demais obrigações patrimonialmente mensuráveis, sejam elas voluntárias ou não, atribuíveis à sociedade. Trata-se do que se denomina, em linguagem contábil, de passivo patrimonial.

O patrimônio líquido da sociedade é o valor que se obtém quando, dos ativos patrimoniais, subtraem-se os valores do passivo patrimonial. Grosso modo, é o resultado aritmético correspondente ao valor de todos os bens,

---

[12] A Lei n. 6.404/76 disciplina as diversas Demonstrações Financeiras da companhia em seus artigos 176 a 188. Já o Código Civil, aplicável às Sociedades Limitadas, regula a matéria nos artigos 1.179 a 1.189.

direitos e recursos financeiros da sociedade, menos o montante da totalidade de seus débitos.

Uma sociedade economicamente bem-sucedida tem, naturalmente, um patrimônio líquido superior ao seu capital social, pois a este último foram gradativamente acrescidos ganhos financeiros e materiais em montante superior ao valor dos débitos contraídos para a exitosa prática do objeto social. Trata-se de uma sociedade cujo patrimônio líquido é superior ao valor de seu capital social e que, por isso, encontra-se em situação superavitária.

Por outro lado, uma sociedade que, para o exercício quotidiano de suas atividades, venha a contrair débitos em valor superior aos bens e direitos que consiga agregar neste exercício, terá um patrimônio líquido inferior ao capital social expresso nos atos constitutivos.

Trata-se de uma sociedade economicamente deficitária, cujo valor expresso nos atos constitutivos como expressão monetária do capital social já deixou de existir, sob sua titularidade, posto que total ou parcialmente consumido na quitação das obrigações inerentes à atividade social.

A expressão monetária do capital social é, portanto, simples reflexo do valor que foi – ou, ao menos, deveria ter sido – contribuído pelos sócios. Com o decorrer das atividades da sociedade, este valor torna-se seriamente divergente – para mais ou para menos – do patrimônio líquido da pessoa jurídica, este último referente aos bens, recursos financeiros e direitos existentes, em data presente, sob a titularidade da sociedade.

Do que foi exposto constata-se ainda que, para fins de efetiva garantia dos credores da pessoa jurídica, o capital social – se já integralizado – e sua expressão monetária deixa de ser relevante, em detrimento do patrimônio social líquido, este sim efetivamente significativo como conjunto de bens e direitos aptos a serem usados para pagamento das dívidas a serem contraídas em nome da pessoa jurídica.

A outra função do capital social – dita *interna corporis* - está em servir, na generalidade dos modelos societários (exceção feita à sociedade cooperativa), como referência ou critério para o exercício, pelos sócios, dos direitos decorrentes desta condição.

Em regra, os sócios exercem seus direitos na sociedade com base no denominado princípio da proporcionalidade. Isto significa que o sócio exercerá seus direitos essenciais em percentual diretamente proporcional ao que tenha contribuído para a formação do capital social. Quanto maior for a contribuição do sócio para o capital social, proporcionalmente maior será o seu proveito em relação aos seus direitos[13].

Embora expressa e monetariamente fixado em cláusula contratual ou estatutária, o capital de uma sociedade pode ser alterado tanto para mais, quanto para menos. Assim, embora fixo, o valor do capital social não é imutável, podendo tanto ser aumentado quando reduzido, desde que observadas as hipóteses e requisitos legalmente estabelecidos[14].

---

[13] O direito de voto e o direito de participação nos lucros ilustram bem o denominado princípio da proporcionalidade aqui referido. Assim se, por exemplo, o sócio contribuiu com 70% (setenta por cento) do valor do capital social, ele terá direito ao mesmo percentual dos lucros resultantes da atividade da sociedade e, nas deliberações com os demais integrantes, seu voto também corresponderá aos mesmos 70% (setenta por cento) do total.

Os direitos essenciais do sócio são, em geral, exercidos com base no princípio da proporcionalidade, o qual se justifica uma vez que, no empreendimento societário, os possíveis ganhos e a ingerência do sócio devem corresponder, de forma proporcional, ao que ele tenha contribuído para a formação do capital da pessoa jurídica.

[14] Veja-se nesse sentido o que estipula o art. 6º da Lei n. 6.404/76: *O capital social somente poderá ser modificado com observância dos preceitos desta Lei e do estatuto social (arts. 166 a 174).*

3 – Aumento do capital social: hipóteses e procedimentos

As hipóteses de aumento do capital social podem ser classificadas em duas grandes modalidades, conforme reflitam ou não também em aumento no patrimônio líquido da sociedade[15]. Tais hipóteses estão expressamente enumeradas pelo art. 166 da Lei n. 6.404/76, enquanto o Código Civil limita-se, em seu art. 1.081, a prever, de forma geral, a possibilidade do aumento sem, porém, elencar as modalidades.

Há hipóteses legais de aumento do capital social que também acarretam na aquisição de novos bens, direitos ou recursos financeiros para a titularidade da pessoa jurídica. Nestes casos tem-se, então, um aumento de capital social e também um acréscimo no patrimônio líquido da sociedade, dada esta nova injeção de dinheiro, direitos ou bens. Isto se verifica quando os sócios realizam a integralização de novas ações ou quotas, quando há a entrada de novos sócios e quando a sociedade converte seus credores em sócios.

Por outro lado, há casos em que o aumento de capital não implica em modificação do patrimônio social líquido. Aumenta-se o valor do capital social, expresso nos atos constitutivos, com base em simples adequações contábeis, de forma a torná-lo mais condizente com o atual patrimônio líquido da pessoa jurídica.

Nestas hipóteses não há, como será demonstrado, entrada de novos bens, direitos ou recursos financeiros para a titularidade da sociedade. A capitalização de reservas e a correção/atualização da expressão monetária do capital social são exemplos destes aumentos de capital sem alteração no patrimônio líquido da pessoa jurídica.

---

[15] ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado.* Ed. Bookseller. Campinas. 2001. Pg. 618 e segs.

Evidente caso de aumento do capital social com acréscimo de patrimônio líquido é aquele em que os atuais sócios decidem realizar novas contribuições financeiras ou materiais para a sociedade. Isto pode se implementar mediante a emissão de novas quotas ou ações ou de simples aumento no valor nominal delas.

Assim, os sócios contribuirão com novas integralizações de capital, sendo estas formalizadas mediante a emissão de novas ações, previsão contratual de novas quotas ou, como dito, simplesmente acrescentando-se numerário ao valor nominal das quotas ou ações já emitidas. Trata-se do que pode ser chamado de aumento por subscrição, sem modificação no quadro de sócios.

Imagine-se, por exemplo, uma sociedade cujo capital seja de R$ 1.000.000,000 (hum milhão de reais), dividido em 1.000.000 (hum milhão) de ações ou quotas. Seus sócios podem decidir, na forma como será explicitado abaixo, pela integralização de, por exemplo, R$ 100.000,00 (cem mil reais) na forma de novas quotas ou ações, a serem acrescentadas ao montante original. Assim, esta sociedade passará a ter um capital de R$ 1.100.000,00 (hum milhão e cem mil reais) composto por 1.100.000 (hum milhão e cem mil) quotas ou ações.

Estas novas contribuições dos sócios podem ser efetuadas também sob a forma de aumento no valor nominal das ações ou quotas já existentes. No exemplo acima tem-se que, antes do aumento, o valor nominal das ações ou quotas daquela hipotética sociedade era de R$ 1,00 (um real).

Decidido o aumento – e para não emitir novas ações ou criar mais quotas – a sociedade pode receber as novas contribuições dos sócios e formalizá-las por meio de acréscimo ao valor nominal das ações já emitidas ou através de alteração contratual (no caso das sociedades limitadas) que reflita, no valor das quotas já existentes, o acréscimo efetuado pelos integrantes.

Assim, no citado exemplo, as quotas ou ações da hipotética sociedade teriam, após o aumento de capital social mediante novas contribuições realizadas pelos atuais sócios, o valor nominal de R$ 1,10 (um real e dez centavos) cada.

Seja pela emissão/criação de novas quotas ou ações[16] ou por acréscimo ao valor nominal delas, o aumento de capital por novas contribuição dos sócios está condicionado à alteração da cláusula contratual ou estatutária que menciona o valor deste capital social e o número e valor nominal das ações[17] ou quotas em que está dividido.

A cláusula estatutária ou contratual que estipula o valor e forma de integralização do capital social só pode ser alterada, tanto no regime da Lei n. 6.404/76 (art. 166, IV) quanto do Código Civil (art. 1.071, V c/c art. 997, III), por expressa deliberação dos sócios.

Nas sociedades anônimas, a iniciativa de propor o aumento do capital social, por novas contribuições dos acionistas, somente pode ocorrer após integralizados ¾ (três quartos) ou mais do valor original (art. 170 *caput* da Lei n. 6.404/76) e advém de proposta da administração da sociedade – mais especificamente do Conselho de Administração, quando existente – a qual deverá ser formalmente justificada aos acionistas[18].

---

[16] O termo "emissão de quotas" não se afigura correto, uma vez que elas somente existem como cláusulas do contrato social, no qual também constam, como já mencionado, seu valor e titularidade.

[17] As ditas ações sem valor nominal já foram abordadas em capítulo anterior e, como lá se expôs, não são exatamente desprovidas deste valor. Ao contrário, simplesmente não há referência expressa a ele.

[18] A justificação aqui aludida significa uma explicação geral sobre os motivos da chamada de capital e também quanto aos seguintes aspectos: 1 - o valor do capital social a ser subscrito e o modo de sua realização 2 - o número, as espécies e classes de ações em que se dividirá o capital social 3 - o valor nominal das ações (se for o caso) e o

O par. 1º do art. 170 da Lei n. 6.404/76 estabelece, ao dispor sobre a forma de cálculo do número e valor de emissão das ações a serem integralizadas no aumento de capital, que a companhia pode adotar tanto o valor econômico (baseado na perspectiva de rentabilidade da sociedade) quanto o valor patrimonial (obtido a partir do patrimônio líquido da companhia) e/ou o valor de cotação da ação, o qual é praticado em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão[19].

Para a válida instalação da Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas destinada a deliberar sobre aumento de capital social por emissão de novas ações, há regra própria (art. 135 da Lei n. 6.404/76)[20], enquanto a aprovação deste aumento se dará pela adesão da maioria absoluta dos votos, na forma do art. 129 c/c art. 136 da Lei n. 6.404/76.

---

preço de emissão das novas ações 4 - a importância a ser integralizada no ato de aprovação e as eventuais parcelas sucessivas, bem como os prazos e os critérios de sua realização 5 - a eventual possibilidade de subscrição ou não por terceiros, não acionistas, em caso de renúncia ou cessão do direito de preferência 6 - os dispositivos estatutários a serem alterados e sua nova proposta de redação 7 - as datas de início e término da subscrição 8 - o critério de disposição das sobras de ações não subscritas pelos acionistas titulares de preferência sobre elas (art. 171 da Lei n. 6.404/76).

[19] Nas companhias fechadas, de caráter nitidamente familiar, o critério mais adequado e próprio é o do valor de patrimônio líquido, de fácil equacionamento, já que obtido conforme os critérios do art. 178 e seguintes. Já para as companhias abertas, o critério do valor de cotação mostra-se nitidamente de mais fácil obtenção.

[20] Diferentemente da regra geral sobre as Assembleias de Acionistas, esta somente se instala, validamente, em primeira convocação, com a presença de 2/3 (dois terços) ou mais do capital social votante, já que deliberará sobre reforma dos estatutos por modificação do capital social. Em segunda convocação, realizada segundo as mesmas formalidades legais, esta Assembleia se instala com qualquer número de acionistas presentes.

Regra geral, a companhia que pretenda aumentar seu capital precisa modificar a cláusula estatutária que contém a referência ao seu valor. Há, porém, uma exceção à esta necessidade, a qual se configura quando a companhia já contém, no seu estatuto, cláusula expressa autorizando e disciplinando, antecipadamente, o aumento de capital social por emissão de novas ações e sem necessidade de reforma estatutária.

Tal companhia – chamada de sociedade de capital autorizado - é regulada pelo art. 168 da Lei n. 6.404/76 e, nela, cabe à Assembleia Geral de Acionistas - ou mesmo ao Conselho de Administração, conforme esteja previsto no estatuto – apenas decidir o momento estratégico adequado de realização do procedimento[21].

Os estatutos que contenham a autorização ora referida deverão especificar o limite deste possível aumento, as espécies e classes de ações que poderão ser emitidas, o órgão competente para tomar a decisão de aumento e os casos e condições de exercício, pelos atuais acionistas, de seu direito de preferência (art. 168 da Lei n. 6.404/76).

Nas Sociedades Limitadas, o aumento do capital social, por meio de novas contribuições dos quotistas, também depende de deliberação expressa dos sócios a ser aprovada por, no mínimo, ¾ (três quartos) do capital social, posto que implica em alteração nos atos constitutivos da sociedade (art. 1.071 c/c art. 1.076, I e art. 1.081 do Código Civil).

Diferentemente do que se verifica na Lei n. 6.404/76, não há, no regime do Código Civil, regras expressas reguladoras da legitimidade para propor o

[21] O aumento de capital torna-se, portanto, uma medida mais ágil de ser implementada, o que deixa ao órgão social competente maior amplitude e discricionariedade para decidir, do ponto de vista estritamente negocial, quando realizar o procedimento.

aumento, bem como de sua justificação quanto à pertinência, forma e montante de realização, cláusulas contratuais a serem modificadas e outros aspectos inerentes a este importante momento nas atividades de uma sociedade.

Apesar desta omissão, resta inegável que esta relevante deliberação dos quotistas somente deve ser tomada se forem eles devidamente informados tanto sobre a pertinência e finalidade do aumento quanto a respeito de todos os detalhes inerentes à sua realização, como datas, valores e formas de integralização das novas quotas, assim como sobre a proposta de redação das cláusulas contratuais a serem modificadas.

Aspecto fundamental do procedimento de aumento de capital social por novas contribuições dos sócios está na disciplina do denominado direito de preferência, o qual é tratado como essencial tanto para o acionista (art. 109 da Lei n. 6.404/76) quanto para o quotista (art. 1.081 do Código Civil). A plena compreensão deste essencial direito do sócio carece de alguma explicação preliminar.

Como já foi salientado, tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas os sócios exercem, em regra, seus direitos de forma proporcional à sua fração do capital social. Isto significa que quanto maior for o percentual do sócio no capital social, maior será, proporcionalmente, sua ingerência sobre as deliberações da sociedade e sua fração nos eventuais lucros gerados pela atividade social.

Decidido o aumento do capital social por novas contribuições dos sócios, é, portanto, necessário assegurar a cada um dos atuais integrantes o direito de manutenção do seu percentual no capital da sociedade, de forma a que este sócio possa, mesmo após o aumento, continuar com a mesma fração no capital da pessoa jurídica e, consequentemente, com igual ingerência e participação nos resultados das atividades sociais.

Para isto é legalmente assegurado, à totalidade dos sócios - e no caso do aumento de capital social por novas contribuições deles - o direito de adquirir, antes dos outros sócios e de terceiros, as quotas ou ações referentes ao aumento, na exata proporção do atual percentual de cada um deles no capital social[22].

O objetivo fundamental do direito de preferência é evitar que o aumento do capital social por novas contribuições dos sócios resulte, indiretamente, em alteração, quanto ao percentual de cada integrante, no capital social e, por consequência, na organização de poder na sociedade.

Ressalte-se, entretanto, que o direito de preferência apresenta, tanto na Lei n. 6.404/76 (art. 171) quanto no Código Civil (pars. 1º e 2º do art. 1.081) certos limites que, na prática, muitas vezes inviabilizam seu efetivo exercício. Destes limites, dois são mais significativos e comuns às sociedades anônimas e limitadas.

O primeiro deles refere-se ao prazo decadencial para seu exercício. Se o acionista ou quotista não integralizar, na forma como aprovada, sua parcela do aumento de capital social, decairá do direito de preferência a ele concedido e abrirá, por consequência, a possibilidade de que outros sócios – ou mesmo terceiros, se prevista tal hipótese na deliberação que aprovou o aumento - venham a integralizar tais parcelas.

O segundo limite, também comum à quotistas e acionistas, está em que o direito de preferência somente será exigível na estrita forma e prazo estipulados para a integralização das novas ações ou quotas. É dizer: o sócio

[22] Assim se, por exemplo, um sócio tem 10% (dez por cento) do capital social, uma vez deliberado aumento deste último, por emissão de novas ações ou quotas, este sócio terá, antes dos demais integrantes e de terceiros, o direito a integralizar exatos 10 % (dez por cento) das ações ou quotas provenientes do aumento aprovado, com isto preservando seu percentual no montante do capital social.

somente terá direito de preferência sobre as quotas ou ações provenientes de aumento do capital social se realizar a integralização de seu percentual nas exatas condições e prazos estipulados pela deliberação que aprovou o aumento[23].

O capital social também é aumentado, com acréscimo ao patrimônio líquido da sociedade, quando são admitidos novos sócios, os quais tem, tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas, o dever de integralizar as novas ações ou quotas que, a partir de então, passam a compor o capital social.

As regras de admissão de novos sócios são, entretanto, significativamente diferentes, conforme se trate de uma sociedade anônima aberta, por um lado, de uma companhia fechada ou sociedade limitada, por outro.

Nas companhias abertas, novos sócios são admitidos quando a sociedade delibera, por meio de sua Assembleia Geral de Acionistas, reformar o estatuto social para emissão de novas ações a serem livremente negociadas – subscrição pública - em Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão. Ressalte-se que nesta hipótese é obrigatório preservar o direito de preferência dos atuais acionistas (art. 171 da Lei n. 6.404/76) e realizar o prévio registro desta emissão na Comissão de Valores Mobiliários (art. 170 par. 5º e 82 da Lei n. 6.404/76).

---

[23] Outro aspecto relevante do direito de preferência garantido a acionistas e quotistas está na sua negociabilidade. "*A cessão dos direitos de subscrição preferencial constitui direito individual dos acionistas, que não pode ser impedido pelo estatuto ou pela assembleia geral (art. 171). (...) não obstante, se, na companhia fechada, o estatuto adotar o pacto parassocial limitando a circulação de ações nominativas (art. 36), há necessidade de conciliar o direito de cessão da preferência com as restrições estatutárias. Essa restrição, no entanto, não afeta as ações cujos titulares não tenham expressamente concordado com esse pacto parassocial estatutário (...).* CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. II.* Ed. Saraiva. São Paulo. Pg. 360.

As companhias fechadas também podem admitir novos sócios, o que implica, claro, em aumento do capital social e do patrimônio líquido da sociedade pela subscrição e integralização – sempre particular – de novas ações. Segundo o art. 36 da Lei n. 6.404/76, o estatuto da companhia fechada pode impor restrições à negociabilidade de suas ações, o mesmo se aplicando à entrada de novos sócios, que somente poderão ser admitidos se preenchidas as exigências estatutariamente previstas[24].

No mesmo sentido vai o Código Civil, que, ao cuidar da negociabilidade de quotas de sociedades limitadas, condiciona sua transferência a terceiros às eventuais restrições previstas no contrato social ou, na inexistência destas últimas, à falta de oposição por sócios que sejam titulares de ¼ (um quarto) ou mais do capital social (art. 1.057). São estas as regras aplicáveis à entrada de novo sócio quotista, seja porque adquiriu, no todo ou em parte, as quotas de integrante original, seja porque simplesmente vai subscrever ou integralizar novas quotas[25].

Aspecto de particular relevância, quando se trata do aumento de capital social pela emissão de ações ou quotas a serem adquiridas por novos sócios, está na prevenção da denominada diluição injustificada da participação dos sócios originais, considerados estes com os que já

---

[24] As companhias fechadas são, em regra, caracterizadas por um evidente caráter personalíssimo – e mesmo familiar – entre seus integrantes, razão pela qual é usual que a admissão de novos sócios seja, por cláusula estatutária, condicionada ao preenchimento de rígidas exigências como, por exemplo, a aprovação por alto percentual dos atuais integrantes.

[25] Inexiste razão para se tratar de forma diferente, sob o aspecto jurídico, situações tão similares quanto as descritas. Se haverá a entrada de novo sócio quotista, é absolutamente irrelevante, para fins de se estipular quais as regras de tal entrada, se isto ocorrerá pela aquisição das quotas de um sócio atual ou pela subscrição e integralização de novas quotas.

integravam a sociedade antes da deliberação de aumento do capital social.

Há diluição injustificada quando, em um aumento de capital por emissão de novas ações ou quotas, os seus adquirentes pagam, por elas, valores inferiores ao que teriam, se adequadamente avaliadas. Veja-se um exemplo: se as ações de uma companhia têm o valor patrimonial de R$ 1,00 (um real) cada, um aumento de capital por emissão de novas ações somente pode ser validamente realizado se estes novos papéis forem negociados pelo valor individual mínimo de R$ 1,00 (um real).

Caso contrário, os adquirentes das novas ações terão pago, por uma ação da companhia, valor inferior àquele correspondente a cada ação dos acionistas anteriores ao aumento, os quais terão injustificadamente diluída sua participação no patrimônio da companhia.

A diluição injustificada de participação no capital social é ilegal em qualquer modelo societário, mas, por óbvio, sua regulação é mais completa e detalhada quando se trata das companhias, especialmente aquelas de capital aberto. É neste sentido que o aqui já citado par. 1º do art. 170 da Lei n. 6.404/76 estipula regras inafastáveis sobre a fixação do preço de emissão das ações a serem lançadas para realização de aumento do capital social.

A última forma de efetuar aumento de capital social com acréscimo ao patrimônio líquido da sociedade está na conversão de dívidas da pessoa jurídica em participação no seu capital social. Transforma-se o capital de terceiros em capital próprio.

Os credores da sociedade tornam-se seus sócios, e os valores em relação aos quais tinham direito de crédito são convertidos em instrumentos para integralização de suas quotas ou ações na sociedade. Por este meio, os credores integralizarão suas ações ou quotas não com dinheiro ou bens, mas com o direito de crédito que tinham contra a sociedade.

Assim, o credor da sociedade deixará de receber o que tinha direito e seu crédito contra a pessoa jurídica será tomado como o meio de integralização das novas quotas ou ações emitidas pela sociedade. O patrimônio líquido da sociedade aumenta, já que o seu passivo – composto, como visto, pelas suas dívidas – diminui no exato valor dos créditos que deixarão de ser exigíveis pelos seus antigos credores, agora sócios.

Exemplo desta modalidade de aumento do capital social com acréscimo de patrimônio líquido é a operação de conversão de debêntures em ações da companhia (art. 166, III da Lei n. 6.404/76). A sociedade deixará de ser devedora dos valores correspondentes aos títulos convertidos em ações, o que diminui seu passivo e, por consequência, aumenta o seu patrimônio líquido.

Ao contrário do que possa a princípio parecer, nem todo aumento de capital social tem como consequência um acréscimo nos bens, direitos ou recursos financeiros da sociedade, assim como também não resulta em diminuição de suas dívidas. Portanto, há hipóteses de aumento do capital social que não produzem qualquer reflexo sobre o patrimônio líquido da sociedade.

Já aqui se apontou que capital social e patrimônio social não são expressões sinônimas. Capital social é, grosso modo, a soma da contribuição dos sócios para a titularidade da sociedade, enquanto o patrimônio social é composto por tais contribuições mais todos os bens, direitos e obrigações que a pessoa jurídica venha a acumular, ao longo de suas atividades, sob sua titularidade.

Desta forma, quando a sociedade inicia suas atividades, o seu patrimônio – originalmente composto apenas pelas contribuições dos sócios – passa a ser constantemente acrescido de recursos financeiros e bens que ela consegue, com o efetivo exercício de seu objeto, acumular, assim como surgem, para a pessoa jurídica,

obrigações decorrentes da viabilização de seu empreendimento.

À medida que o tempo passa, mais se distancia do efetivo patrimônio da pessoa jurídica o valor expresso nos atos constitutivos como seu capital social, sendo, portanto, necessário realizar, periodicamente, operações que aproximem novamente estas duas referências.

Uma destas operações remete às reservas patrimoniais, que essencialmente significam, em termos contábeis, todos os bens, recursos financeiros e direitos patrimoniais que a pessoa jurídica tem sob sua titularidade e que não estejam contabilizados sob a forma de capital social. Advém essencialmente dos ganhos que a sociedade obtém em decorrência de suas atividades econômicas[26].

Uma vez existentes, as reservas patrimoniais podem, por decisão da Assembleia Geral de Acionistas (art. 169 da Lei n. 6.404/76), ser incorporadas ao capital social, o que se efetiva com a emissão, em favor de todos os sócios, de novas ações ou através do aumento do valor nominal das ações já existentes, sempre respeitada a necessidade de manutenção do percentual de cada acionista no capital social e o limite referente ao valor das reservas patrimoniais incorporadas.

Esta capitalização de reservas implica em aumento no número de ações da companhia ou no valor nominal

---

[26] Um exemplo de reserva está nos lucros que os sócios decidem não distribuir entre si, optando, ao contrário, por mantê-los sob a titularidade da sociedade. Tais lucros compõem o patrimônio social, mas não o seu capital, razão pela qual são modalidades de reservas contábeis.

A Lei n. 6.404/76 dedica vários artigos à disciplina das diferentes modalidades de reservas contábeis (Lei n. 6.404/76, arts. 193 a 200), que, embora sejam suscetíveis de classificação segundo vários critérios – como origem e destinação, por exemplo – mantém a essência de serem, como salientado, os bens e direitos da sociedade não computados sob a forma de capital social.

delas, refletindo, por consequência, na expressão monetária do capital social. Não há, entretanto, acréscimo ao patrimônio líquido da sociedade – com a inclusão de novos bens ou direitos - pois as reservas incorporadas ao capital já compunham o patrimônio social.

Há também aumento de capital sem alteração no patrimônio líquido da companhia quando simplesmente se realiza a correção da expressão monetária do capital social, por meio de decisão da Assembleia Geral Ordinária de Acionistas (arts. 166, I e 167 da Lei n. 6.404/76) e consequente alteração dos estatutos.

A correção monetária do valor do capital social expresso nos estatutos é simplesmente uma atualização do seu valor, de forma a evitar que este fique defasado em virtude da variação no poder de compra da moeda. É uma operação de competência da Assembleia Geral Ordinária de Acionistas (art. 132, IV da Lei n. 6.404/76), já que precisa ser periodicamente efetuada e não implica, como se pode ver, em reflexos sobre os bens, direitos ou obrigações sob a titularidade da pessoa jurídica.

Embora não haja, no Código Civil, previsão específica destas duas modalidades de aumento do capital social sem alteração no patrimônio líquido da sociedade, ambas podem ser implementadas, já que vinculadas essencialmente apenas à alteração do contrato social, providência de competência privativa dos quotistas (art. 1.071, V, do Código Civil).

4 - Redução do capital social

O capital social também pode ser alterado para menos, em relação ao seu valor originalmente estipulado no contrato ou estatutos sociais. Esta operação – redução do capital social – é disciplinada tanto pela Lei n. 6.404/76 (arts. 173 e 174) quanto no Código Civil (arts. 1.082 a 1.084) e tem como fundamentos duas possíveis

ocorrências: perdas irreparáveis ou excesso, em relação ao objeto social.

No primeiro caso, tem-se que as contribuições patrimoniais realizadas pelos sócios foram, em parte, esgotadas, para cumprimento de obrigações decorrentes do próprio exercício do objeto social. Assim, os valores originalmente integralizados pelos sócios efetivamente não mais existem, sob a titularidade da sociedade. O patrimônio social é, em virtude de tais gastos, inferior ao capital social integralizado, o que justifica a redução de sua expressão monetária, nos atos constitutivos.

Neste ponto é importante salientar que os sócios não são obrigados a realizar novas contribuições patrimoniais para recompor as perdas que a sociedade sofra em virtude dos negócios que tenha empreendido para viabilizar suas atividades.

O capital social é integralizado – na forma e prazos fixados pelos atos constitutivos - uma só vez e serve, como demonstrado, para propiciar as condições financeiras e materiais de que a sociedade necessita para iniciar a realização de seu objeto.

Assim, o gasto de parte do capital social – e sua consequente perda irreparável – para o regular exercício do objeto social não implica no dever, por parte dos sócios, de novas contribuições. Ao contrário, o que se prevê, nesta hipótese, é a redução da expressão monetária do capital social, de forma a adequá-lo à nova realidade patrimonial da pessoa jurídica[27].

Esta operação deve ser implementada com a aprovação dos sócios – já que implica em reforma do

[27] Vale, porém, notar que se o montante de dívidas sob a titularidade da pessoa jurídica for superior à sua capacidade de pagamento, há que se requerer a autofalência da sociedade ou, se for o caso, pedida sua recuperação judicial ou extrajudicial, na forma prevista pela Lei n. 11.101/05.

contrato ou estatutos – e diminuição no valor nominal das quotas ou ações componentes do capital social[28], observada, sempre, a proporcionalidade no percentual de cada sócio (art. 1.083 do Código Civil e 173 da Lei n. 6.404/76).

O outro possível fundamento de uma operação de redução no valor de capital social está na constatação de seu excesso, em relação ao montante necessário à devida implementação do objeto social.

A soma das contribuições dos sócios deve, em qualquer tipo societário, ser em montante apto a viabilizar o início das atividades sociais. A definição deste valor cabe aos sócios, que livremente estipulam, no ato de constituição da pessoa jurídica, o valor da contribuição de cada um deles.

Pode ocorrer – embora seja raro – que os sócios tenham fixado, para si mesmos, valores de contribuições superiores ao necessário para a implementação do objeto social. Nesta hipótese deve-se admitir, como o fazem a Lei n. 6.404/76 e o Código Civil, que seja deliberada a restituição de parte destas contribuições, com a consequente e necessária redução do valor do capital social.

Em Assembleia – ou reunião, no caso das limitadas – sócios quotistas e acionistas podem decidir restituir a si mesmos parte do valor das quotas ou ações integralizadas por eles, constatado o excesso supra referido.

Ressalve-se que esta hipótese de redução do capital social está sujeita, tanto na Lei n. 6.404/76 (art. 17) quanto no Código Civil (art. 1.084), à impugnação por parte dos credores da pessoa jurídica, uma vez que a redução ora

[28] No caso das ações esta redução no valor do capital social também pode ser efetivada com a diminuição do número total de ações emitidas pela companhia, observada, como sempre, a manutenção na proporção da participação de cada acionista.

abordada pode implicar na incapacidade da sociedade de honrar os débitos contraídos em seu nome.

Havendo impugnação a sociedade estará, para a oponibilidade da redução deliberada aos credores impugnantes, obrigada a provisionar tais recursos, de modo a garantir-lhes o pagamento devido.

5 – Os procedimentos de abertura e fechamento de capital social: mecanismos de colocação ou retirada de uma companhia no mercado de valores mobiliários

O art. 4º da Lei n. 6.404/76 classifica as sociedades anônimas conforme os valores mobiliários por elas emitidos estejam ou não admitidos à negociação pública através da Bolsa de Valores ou do Mercado de Balcão.

São sociedades anônimas abertas – ou de capital aberto – aquelas cujos valores mobiliários estejam admitidos a tal mercado, enquanto as denominadas sociedades anônimas fechadas – ou de capital fechado – são, em sentido oposto, as que não podem negociar os valores mobiliários de sua emissão através de Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão.

O enquadramento de uma companhia na condição de aberta ou fechada não é necessariamente permanente. Ao contrário, é relativamente comum que uma sociedade anônima decida converter-se de fechada em aberta, ou vice-versa.

Assim, as companhias de capital aberto podem tornar-se fechadas, por meio do procedimento denominado fechamento de capital. Por outro lado, é igualmente possível a uma companhia fechada o movimento inverso, no sentido de lançar seus valores mobiliários em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão, o que se efetiva mediante a abertura de seu capital ou, em termos técnicos, Oferta

Pública Inicial, muito referida pela sigla de seu significado em inglês: IPO (*Initial Public Offering*).

Tanto a decisão de abrir quanto a de fechar o capital de uma sociedade são pautadas essencialmente por critérios de natureza econômica e gerencial, cabendo à legislação a tarefa de disciplinar o procedimento a ser adotado em ambos os casos, de forma a evitar que interesses juridicamente relevantes sejam eventualmente inobservados em qualquer uma das hipóteses.

A abertura do capital de uma companhia é, como se disse, uma decisão pautada por critérios de natureza econômica e gerencial, não jurídicos. Assim, a iniciativa da proposta neste sentido advém, em regra, do sócio ou grupo controlador da sociedade fechada, que vê na operação uma oportunidade para maximizar seus ganhos decorrentes da condição de sócio.

Para os acionistas de uma companhia fechada – em especial o grupo ou sócio controlador – a decisão de abrir o capital da sociedade representa, em síntese, abdicar de poder sobre os atos e negócios da companhia em troca da perspectiva de entrada de novos recursos financeiros para o patrimônio social e, por consequência, otimização da atividade empresarial e valorização de suas ações. Grosso modo, troca-se poder por dinheiro.

A referida perda de poder sobre os atos e negócios da companhia decorre principalmente de dois fatores, sendo o primeiro deles a entrada dos novos acionistas que, ao adquirirem as ações colocadas à venda no momento da abertura do capital social, promovem um rearranjo na estrutura interna de poder ao diminuírem, por óbvio, o percentual dos sócios originais no montante total das ações.

O sócio ou grupo controlador da companhia antes fechada verá, após a abertura de capital, seu percentual sobre o montante total de ações emitidas diminuir abruptamente, pela entrada de novos integrantes. Isto significa que tal grupo ou sócio, antes controlador, não

mais deterá o poder de decidir, sozinho, os atos e deliberações a serem efetivadas pela companhia, agora de capital aberto.

Os antigos acionistas antes majoritários não terão mais o mesmo percentual sobre as ações da companhia – agora de capital aberto - e conviverão com a presença de uma gama maior e mais diversificada de novos acionistas, os quais provavelmente serão, além disso, mais organizados e atuantes na defesa de seus interesses.

A diminuição do poder dos acionistas de uma companhia fechada advém também, com a abertura do capital social, da regulamentação e fiscalização que sobre a sociedade passarão a exercer a Bolsa de Valores e, principalmente, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – cuja função é, como já demonstrado, zelar pela legalidade e eficiência das operações envolvendo qualquer aspecto do mercado de valores mobiliários.

Uma companhia aberta é, ao contrário daquelas de capital fechado, obrigada a atender inúmeras exigências legais e regulamentares fiscalizadas tanto pela Bolsa de Valores quanto pela CVM. Isto obviamente acarreta, para os acionistas, menor capacidade de ingerência na tomada de decisões corporativas[29]. Os acionistas de uma companhia aberta têm menos amplitude para tomada de decisões do que os membros de uma companhia fechada, pois estão limitados pelas diversas regras vigentes no mercado de valores mobiliários.

---

[29] O respeito às regras e regulamentos aplicáveis às companhias abertas representa não só perda de poder para os acionistas como também a necessidade de arcar com uma série de custos destinados exatamente ao cumprimento de tais exigências normativas. Uma companhia aberta demanda uma série de custos para manter-se dentro dos padrões de legalidade vigentes, custos estes que inexistem para as companhias fechadas. EID JR. William. Custos de manter uma sociedade anônima noBrasil.http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/Custos%20de%20manter%20uma%20Sociedade%20Anonima.pdf. *Site* consultado em 13/03/2016.

Além disso, a companhia aberta sujeita-se a exigências legais e regulamentares referentes ao grau de divulgação das informações sobre sua estrutura interna e atividades. Nas companhias abertas a regra é, como se verá em capítulo adiante, a ampla e obrigatória divulgação de informações sobre sua realidade econômica, estrutura jurídica e decisões. O mercado e seu regulador – CVM - saberá de qualquer ato ou fato relevante inerente à companhia e esta informação terá sua legalidade sujeita à constante apreciação.

Se, como demonstrado, a abertura do capital social acarreta sérias restrições para os acionistas que dela participavam enquanto fechada, o procedimento em análise representa, ao menos potencialmente, grande valorização tanto do patrimônio da sociedade quanto das ações que integrem o capital social.

Com a emissão de novas ações para serem negociadas em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão, o procedimento de abertura do capital de uma companhia promove a entrada, para o patrimônio social, de grande montante de novos recursos financeiros. Há significativa injeção de dinheiro que, obviamente, deve destinar-se à ampliação e aprimoramento das atividades sociais e, claro, valorização da companhia e suas ações.

A companhia que abre seu capital ao mercado de valores mobiliários vê quase que imediatamente seu patrimônio aumentar drasticamente, dadas as integralizações realizadas pelos investidores que adquirem as ações emitidas no ato da abertura[30].

---

[30] Para que se tenha uma ideia do potencial que uma operação de IPO tem de arrecadar dinheiro para a companhia basta lembrar do exemplo da rede social *Facebook*, que, em 2012, conseguiu a façanha de levantar o montante de 16 bilhões de dólares com a emissão de novas ações e sua negociação pública. Veja: *http://exame.abril.com.br/mercados/noticias/os-10-maiores-ipos-de-internet-do-mundo-2*. Site consultado em 10/02/2016.

Por outro lado, o índice de liquidez das ações de uma companhia aberta é incomparavelmente maior que o das companhias fechadas, uma vez que são negociados quotidianamente em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão.[31] Em princípio, quanto maior a liquidez de determinada ação, mais potenciais compradores interessados na sua aquisição e, claro, mais valorizados se tornam tais papéis, especialmente para quem pretenda futuramente revendê-los.[32]

NO MAIOR IPO DA HISTÓRIA, AÇÃO DO ALIBABA SOBE 40% NAS PRIMEIRAS HORAS: grupo chinês estreia na Bolsa dos EUA com recorde. Ações foram lançadas a US$68,00 e chegaram perto de US$100,00 nesta tarde.

A oferta pública inicial de ações do Alibaba Group Holding atingiu o recorde mundial de US$ 25 bilhões levantados após o gigante de ecommerce e alguns de seus acionistas terem vendido ações adicionais, segundo a agência Reuters. A expressiva demanda fez com que a operação, conhecida como IPO na sigla em inglês, levantasse inicialmente US$ 21,8 bilhões e, em seguida, fizesse as ações do Alibaba subirem 38% em sua estreia na bolsa, na sexta-feira (22). Isso levou os subscritores (quem tem permissão de vender ações no IPO) a exercerem uma opção de venda de 48 milhões de ações adicionais, disse uma fonte com conhecimento direto do negócio, de acordo com a agência. Com isso, o IPO do Alibaba superou em cerca de US$ 3 bilhões o recorde mundial estabelecido anteriormente pelo Banco Agrícola da China em 2010. Na sexta feira (19), o lançamento de ações do Alibaba já era considerada o maior do mundo, porque o mercado dava como certa a venda dessas ações adicionais.

---

[31] O termo *Underpricing* se refere à diferença entre o valor das ações vendidas em IPO e o preço pelo qual elas são subsequentemente negociadas. Demonstra, em regra, o aumento no preço de tais ações em virtude da liquidez que adquirem ao passarem a ser livremente negociadas em Bolsa de Valores e Mercado de Balcão. *"Underpricing is estimated as the percentage difference between the price at which the IPO shares were sold to investors (the offer price) and the price at which the shares subsequently trade in the market"*. LJUNGQVIST. Alexander. IPO Underpricing. ECKBO. Espen. (ed:). *Handbook in corporate finance: Empirical corporate finance*. 2004. Pg. 76.

[32] WELCH. Ivo. RITTER. Jay. A Review of IPO activity, pricing and allocations. *Yale International Center for Finance.* Working Paper-No. 02-01. February 8, 2002. Pg. 5.

Em entrevista à CNBC, Scott Cutler, diretor de negócios de listagem global da New York Stock Exchange, disse que os subscritores colocariam mais ações à venda, numa operação chamada de "green shoe", elevando o valor arrecadado para US$ 25 bilhões. Para essa transação, o Alibaba acordou a venda de 26,1 milhões de ações adicionais e o Yahoo (acionista do grupo) de 18,3 milhões, o que rendeu às duas empresas US$ 1,8 bilhão e US$ 1,2 bilhão extras, respectivamente. Jack Ma, do Alibaba, acordou a venda de 2,7 milhões de ações adicionais e o cofundador da empresa Joe Tsai acordou a venda de mais 902.782 ações, de acordo com o prospecto. A fonte não quis ser identificada pois os detalhes da venda adicional ainda têm de ser oficializados. O Alibaba se recusou a comentar. Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JPMorgan Chase & Co e Morgan Stanley atuaram como bancos coordenadores do IPO. O Rothschild foi contratado como assessor financeiro independente do Alibaba no negócio.

O Alibaba é uma empresa chinesa de internet que ganhou fama com o comércio virtual, mas também atua em outros negócios, como pagamento online. Com sede na China e atuação em outros países, ela faz frente a gigantes como Amazon e eBay. Entre seus sites, o mais conhecido no Brasil é a loja virtual AliExpress. Nos 15 anos desde que o então professor de inglês Jack Ma fundou a empresa, em seu apartamento de um quarto (conheça a trajetória do grupo), o Alibaba tornou-se responsável por quatro quintos de todo o comércio online realizado na China, a segunda maior economia do mundo. A empresa também se ramificou em áreas como pagamentos eletrônicos e investimento financeiro. A complexa estrutura de governança do Alibaba e os investimentos externos de Ma levantaram questões sobre potenciais conflitos de interesse e sobre a capacidade dos investidores de influenciar a estratégia do Alibaba. A empresa decidiu listar suas ações em Nova York depois de representantes da bolsa de Hong Kong terem rejeitado seu pedido para permitir que um pequeno grupo de membros da companhia nomeasse a maioria do Conselho. A Hong Kong Exchanges e Clearing, que opera a bolsa, tem uma política contra empresas com múltiplas classes de ações com diferentes direitos de voto, mas agora está considerando o afrouxamento dessas regras. O Alibaba planeja expandir seus negócios nos Estados Unidos e na Europa após o negócio. Mas nos Estados Unidos, pelo menos, a companhia não é amplamente conhecida: uma pesquisa da Ipsos constatou que 88% dos norteamericanos não tinham ouvido falar da empresa.

Segundo o "The Wall Street Journal", o volume atingido em 2013 em transações de sites do grupo chinês, US$ 240 bilhões, é mais que o dobro do total movimentado pela Amazon e o triplo do eBay. O grupo é responsável por 60% de todos os pacotes entregues na China, de acordo com a "The Economist". Um levantamento feito em 2013 mostrou que o Alibaba fechou o ano com 231 milhões de compradores, com uma média de 49 encomendas por consumidor, de acordo com um levantamento da rede de TV "NBC".

Veja os maiores IPOs dos EUA: Alibaba Group Holding US$ 21,767 bilhões Visa US$ 17,864 bilhões ENEL SpA US$ 16,452 bilhões Facebook US$ 16,007 blilhões General Motors US$ 15,774 bilhões Deutsche Telekom US$ 13,034 bilhões AT&T Wireless Group US$ 10,620 bilhões Kraft Foods

US$ 8,680 bilhões France Telecom US$ 7,289 bilhões Telstra Corporation US$ 5,646 bilhões.
http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2014/09/no-maior-ipo-da-historia-acao-do-alibaba-sobe-mais-de-40-em-ny.html. Site consultado em 10/05/2016.

A abertura do capital de uma companhia – IPO – é uma operação complexa e que passa por diferentes fases, até sua finalização. Tais fases podem, para fins didáticos, ser classificadas em procedimentos internos ou externos, conforme se refiram à própria organização da companhia ou ao mercado, respectivamente.

Esta organização, porém, não significa que as fases sejam cronologicamente subsequentes. Ao contrário, é comum que elas ocorram paralelamente, sempre no sentido de viabilizar a operação.

A primeira providência é a decisão dos acionistas no sentido de empreender a conversão da companhia em uma sociedade anônima de capital aberto. Esta decisão cabe à Assembleia Geral de Acionistas (Lei n. 6.404/76, art. 122), que, para isso, deve deliberar também sobre a aprovação de alterações estatutárias destinadas a tornar os atos constitutivos adequados às exigências legais e administrativas aplicáveis às companhias abertas[33].

[33] Um exemplo desta adequação está no Conselho de Administração. Órgão facultativo nas companhias fechadas e de existência obrigatória nas companhias de capital aberto (Lei n. 6.404/76, art. 138, par. 2º). Assim, os acionistas de uma companhia fechada devem aprovar a inserção deste órgão nos estatutos – caso ele ainda não estivesse previsto - bem como suas regras de funcionamento, caso desejem caminhar no sentido da abertura do capital social.

Além disso, as regras de governança corporativa aplicáveis a uma companhia aberta são mais rígidas do que aquelas referentes às sociedades de capital fechado. Por isso, é comum que uma ampla reforma estatutária seja necessária às companhias que pretendam abrir seu capital social.

Vale lembrar, por fim, que a Assembleia Geral Extraordinária destinada a deliberar sobre reforma dos estatutos precisa anteder a quórum de instalação específico (Lei n. 6.404/76, art. 135).

Aprovada, pelos acionistas, a abertura do capital e as alterações estatutárias necessárias, é preciso também adequar os livros e demais Demonstrações e Balanços Contábeis da companhia, que agora precisam atender as mais rígidas regras aplicáveis às sociedades de capital aberto[34].

Tem-se, deste modo, que a aqui denominada fase interna de um IPO envolve basicamente a aprovação da operação pela Assembleia Geral de Acionistas, a reforma dos estatutos sociais e a estruturação dos documentos contábeis da companhia, para adequar ambos às exigências normativas estipuladas para as sociedades anônimas abertas.

A denominada fase externa do IPO se inicia com a divulgação da companhia para potenciais investidores, de forma a garantir que as ações a serem emitidas encontrem compradores. O sucesso da operação depende fundamentalmente do interesse de potenciais investidores pelas ações a serem emitidas pela companhia, e para isso são realizadas diversas apresentações – o denominado *roadshow*[35].

---

[34] A Instrução Normativa n. 480/2009 da Comissão de Valores Mobiliários estipula uma série de requisitos sobre os padrões contábeis exigidos das companhias abertas e daquelas que pretendam alcançar tal condição. Tem-se, por exemplo, que a sociedade anônima em vias de emitir valores mobiliários à negociação pública deve, antes, ter suas demonstrações financeiras devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM (Instrução 480/2009 CVM, art. 26, II).

[35] O termo *roadshow* é um jargão que identifica as várias ações que uma companhia em vias de abrir seu capital empreende no sentido de se apresentar a potenciais investidores como uma interessante alternativa de investimento no mercado de valores mobiliários. Envolve, por exemplo, a elaboração de materiais escritos de divulgação, exposições a grupos maiores ou menores de interessados, auxílio de intermediários e outras. A Comissão de Valores Mobiliários regula – em especial por meio de sua Instrução n. 480/2009 e alterações posteriores - os termos

Este fundamental momento de uma operação de IPO depende de um ambiente econômico e institucional favorável ao lançamento de novas ações. É o que se chama de "janela de mercado", quando, por uma série de fatores – normalmente alheios à ingerência da companhia - as condições econômicas em geral e o ambiente do mercado de valores mobiliários em particular estão propícios ao lançamento de novas ações, dado o interesse de investidores.

Cumprida esta fase – ou paralelamente a ela - a companhia em vias de abrir seu capital social finalmente dirige-se à Comissão de Valores Mobiliários e à Bolsa de Valores para, mediante o atendimento das exigências legais e regulamentares aplicáveis, solicitar seu registro na condição de companhia aberta[36].

Uma companhia pode também seguir o sentido inverso, ou seja, decidir retirar da negociação em Bolsa de Valores e Mercado de Balcão as ações e outros títulos de sua emissão. Trata-se da operação denominada fechamento de capital, realizada, como o próprio termo diz, pelas companhias abertas que decidem cancelar o seu registro na Comissão de Valores Mobiliários para tornarem-se sociedades de capital fechado.

O cancelamento do registro da sociedade anônima na CVM - e consequente fechamento de capital - impactará drasticamente na liquidez dos valores mobiliários de emissão da companhia, pois eles agora deixam de ser livremente negociáveis em um mercado para isto

---

destas ações de divulgação, principalmente como o objetivo de zelar pela qualidade, amplitude e veracidade das informações sobre a companhia.

[36] A Comissão de Valores Mobiliários exige, de acordo com o art. 4º da Lei n. 6.404/76, o registro prévio tanto da sociedade anônima quanto dos valores mobiliários que venham a ser por ela colocados à distribuição ou negociação pública (Instrução n. 480/2009 da CVM).

estruturado (a Bolsa de Valores e o Mercado de Balcão) e passam a se submeter às restrições estatutárias comuns nas transferências de ações de sociedades anônimas fechadas, as quais restringem enormemente os potenciais adquirentes.

Por isso, os acionistas minoritários de uma companhia aberta que decide passar à condição de fechada correm o evidente risco de se verem, após a operação, praticamente aprisionados à sociedade, já que não terão com quem negociar as ações de sua propriedade.

Dito aprisionamento conduzirá também, se não for devidamente regulado, à decisão, por parte dos acionistas minoritários, de negociar suas ações com o sócio ou grupo controlador da sociedade que fecha seu capital. Este sócio ou grupo controlador, por sua vez - e diante da falta de compradores interessados - exercerá um poder quase que unilateral de fixação do preço de compra destes títulos.

Face ao exposto, o art. 4º da Lei n. 6.404/76 regula o assunto com o objetivo central de zelar pelo interesse dos investidores que, titulares de ações emitidas pela companhia em vias de fechar seu capital, não desejam integrá-la após sua conversão em sociedade anônima fechada, mas, por outro lado, merecem receber um preço adequado pelos papéis de sua titularidade.

Segundo o texto do art. 4º par. 4º da Lei n. 6.404/76, o registro de companhia aberta para negociação de suas ações no mercado de valores mobiliários somente poderá ser cancelado se esta companhia, seu sócio, grupo ou sociedade controladora apresentarem uma oferta pública destinada a adquirir, por preço justo, a totalidade das ações em circulação[37].

---

[37] O procedimento de cancelamento de registro de companhia aberta e a necessária oferta pública ora referida são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários, especialmente através das Instruções n. 229/1995 e n. 361/2002, respectivamente.

Com isto, todos os acionistas que não tiverem interesse em integrar a companhia após o fechamento de seu capital poderão aceitar a oferta pública legalmente exigida e realizarem o investimento correspondente ao valor de suas ações.

Já o sócio, grupo ou sociedade controladora da companhia pode, se assim entender eficiente - por razões de ordem econômica ou gerencial - promover o cancelamento de registro e consequente fechamento de capital social. Basta, no caso, arcar com os custos deste fechamento, que passam, basicamente, pelo desembolso necessário à aquisição das ações daqueles que aceitarem a oferta pública prévia ao cancelamento do registro da companhia.

Não é difícil constatar que o principal problema inerente à esta oferta pública para cancelamento de registro de companhia aberta passa pelos critérios de fixação do valor a ser pago pelo ofertante para compra das ações daqueles acionistas que decidirem aceitar tal oferta pública. O art. 4º par. 4º da Lei n. 6.404/76 refere-se à vaga expressão "preço justo" e busca, em seguida, apontar os possíveis critérios a serem empregados para esta finalidade.

Em capítulo anterior já foram apresentados os diversos critérios de avaliação de uma determinada ação, como valor patrimonial, econômico e de negociação. Em síntese, todos eles podem ser, de forma isolada ou combinada, empregados para fixação do valor da oferta pública para cancelamento do registro de companhia aberta, além de outros aceitos pela CVM.[38]

---

[38] O essencial para a eficiência da operação é garantir aos destinatários desta oferta pública a devida informação sobre as condições gerais da oferta e da companhia, para que possam decidir pela aceitação ou não.

Neste sentido tem-se, por exemplo, o art. 4º, VI da Instrução n. 361 da CVM, que exige que a oferta pública realizada por sócio, grupo ou sociedade controladora, seja sempre acompanhada de laudo de

Uma possível prática, neste sentido, é a do chamado "fechamento branco" do capital social. Para não precisar passar pelo procedimento legal de fechamento de seu capital, a companhia permanece formalmente listada em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão mas, de fato, suas ações deixam de ser negociadas, comprometendo seriamente a liquidez que deve caracterizar os papéis de uma companhia aberta.

Para evitar este "fechamento branco" a Comissão de Valores Mobiliários exige –- Instrução n. 316 - uma constante negociação mínima de ações de todas as companhias abertas, para que elas possam se manter nesta condição. Este percentual mínimo é o que se chama de *free float*[39].

6 – Os Juros sobre Capital Próprio e a remuneração do sócio

Os provedores de recursos materiais e/ou financeiros a uma sociedade são necessariamente enquadrados na condição de sócios ou de credores. Os primeiros integralizam, na forma de ações ou quotas, o valor do capital social – fixado nos atos constitutivos - com o objetivo de viabilizar economicamente as atividades da

---

avaliação da companhia, de forma a subsidiar a decisão dos destinatários da oferta.

Esta Instrução regula ainda o procedimento destinado à revisão do valor ofertado, de modo a torna-lo mais adequado à realidade do mercado e do patrimônio da companhia.

[39] *"Assim, a fim de evitar o fechamento branco do capital social, se impõe ao controlador que aumentar sua participação de tal modo a reduzir substancialmente a liquidez das ações remanescentes a obrigação de fazer uma oferta pública nos mesmos termos da oferta para fechamento do capital social."* TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. I. 6ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. pg. 425.

sociedade e, em caso de sucesso, participar dos lucros resultantes deste empreendimento.

Os valores pagos pelos sócios, na forma de integralização de ações ou quotas, não são, salvo nos casos de dissolução total ou parcial da sociedade, suscetíveis de serem restituídos. Ao contrário, passam à titularidade da sociedade, que com ele organizará, de fato, seu estabelecimento (art. 1. 142 do Código Civil) e viabilizará seu objeto social. Trata-se do que se denomina, em termos contábeis, de Passivo Não Exigível.

Os sócios realizam tal integralização com o objetivo básico de poderem, em caso de lucros decorrentes das atividades da sociedade, participar da repartição destes mesmos lucros, os quais são pagos, como também já visto, na forma dos chamados dividendos. Os dividendos são, portanto, condicionados à existência de lucro, mas, por outro lado, são potencialmente ilimitados, já que diretamente proporcionais ao montante dos lucros gerados pela pessoa jurídica.

Já os credores fornecem capital à sociedade para que ela possa, durante determinado período de tempo, utilizar tais recursos na viabilização, aprimoramento ou ampliação de suas atividades negociais. Note-se que desde o momento em que este capital é fornecido à sociedade, ela está juridicamente obrigada a efetuar, após o prazo estabelecido, a integral restituição do valor cedido pelo credor.

E termos contábeis, é o que se chama de Passivo Exigível, dado o direito do credor de pleitear, após determinado prazo, a restituição integral do valor transferido. Debêntures e contratos de mútuo são dois exemplos de instrumentos jurídicos que criam uma relação de credor em relação à sociedade.

Além da restituição dos valores temporariamente cedidos à sociedade, seus credores são remunerados na forma de juros e correção monetária. Trata-se, em essência,

de uma retribuição devida pela sociedade – no caso, devedora – por utilizar, durante determinado período de tempo, do capital de terceiros – os credores – para viabilizar, aprimorar ou ampliar suas atividades.

O direito do credor aos juros e correção monetária – sua forma de remuneração própria, como fornecedor de capital à sociedade – é incondicionado e limitado (pois não depende da ocorrência de lucros) mas, por outro lado, somente será devido nos estritos montantes pactuados.

Tem-se, deste modo, que os sócios integralizam o capital social com o objetivo de viabilizar a atividade econômica da sociedade e, mais diretamente, usufruir dos almejados lucros decorrentes deste exercício. Já os credores fornecem, por determinado período de tempo, seu capital à sociedade com o objetivo de recebê-lo, no futuro, acrescido de juros e correção monetária.

Credores são, em essência, remunerados por via de juros. Sócios através de dividendos. Credores podem exigir a restituição integral do capital investido, na data aprazada. Sócios somente poderão exigir a restituição do capital em casos de dissolução total ou parcial da sociedade.

Há, entretanto – e como também já apontado anteriormente - formas híbridas entre estes dois modelos de fornecedores de capital. São, por exemplo, o caso de debentures perpétuas, ações não votantes e outros modelos que muitas vezes não podem ser perfeitamente encaixados como credores ou sócios da sociedade.

Uma situação corriqueira e que, de certa forma, se enquadra como um destes modelos híbridos é a denominada JCP, sigla que se refere à expressão Juros sobre Capital Próprio.

Em extrema síntese, a JCP estrutura-se sobre a seguinte premissa: se os sócios integralizaram o capital social e este, por consequência, passa à titularidade da pessoa jurídica, poderiam aqueles exigir, da sociedade, o

pagamento de juros referentes as quotas ou ações por eles integralizadas.

Estaria então o sócio legitimado a receber, por transferir o valor de suas quotas ou ações à pessoa jurídica, juros referentes ao uso, pela sociedade, destes valores? Se a resposta a esta questão é afirmativa, os sócios farão jus ao recebimento de Juros sobre o Capital Próprio, capital este representado, no caso, pelo capital social integralizado, pelos próprios sócios, na forma de ações ou quotas.

Os sócios receberiam, portanto, os dividendos decorrentes dos lucros gerados pela atividade social e também juros, os quais decorreriam do fato de a sociedade estar a empregar, nas suas atividades, o capital oriundo do patrimônio dos sócios e integralizado na forma de ações ou quotas da sociedade.

A JCP encontra-se atualmente disciplinada, no direito brasileiro, pela Lei n. 9.249/1995, que em seu artigo 9º cuida, para fins tributários, do pagamento, pela sociedade anônima ou qualquer outra, de JCP aos seus sócios, pelo uso do capital social ao longo do tempo[40].

A grande dúvida está em caracterizar ou não o pagamento de JCP como parte dos dividendos recebidos

---

[40] Esta não é, porém, a primeira vez que o tema apareceu no ordenamento jurídico nacional. *"Deve-se acentuar, desde logo, que não foi a lei de 1995 que, a rigor, introduziu o pagamento de juros sobre o capital da pessoa jurídica, em benefício de seus membros. A antiga Lei do Anonimato, de 1940, fazia referência expressa ao seu pagamento, durante a instalação da sociedade (art. 129, parágrafo único, d); eram os chamados 'juros de construção' (Valverde, 1959, 2:383). Também registro que a Lei das Cooperativas, em 1971, cuidou do assunto, estabelecendo o limite de 12% ao ano para os juros sobre o capital pagos em favor dos associados (Lei n. 5.764/71, art. 24, par. 3º), e até as alterações introduzidas pela Lei n. 11.638/2007, a lei do anonimato igualmente mencionava o pagamento de juros aos acionistas, ao disciplinar sua escrituração".* COELHO. Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Vol. II.* 17ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 373.

pelos sócios. A doutrina se divide[41], mas, a rigor, não há razão para que os sócios pretendam esta dupla remuneração.

Ao ser integralizado, o capital social deixa de ser da titularidade dos sócios e passa à pessoa jurídica. O capital social é da pessoa jurídica. Os sócios abdicaram da propriedade sobre ele ao integralizarem suas quotas ou ações, em troca do direito de participar dos lucros e outros referentes à condição de sócio.

Juros somente são atribuíveis quando terceiro - no caso, a sociedade - usa o capital de outrem. Não há, entre sócios e sociedade, tal relação, pois o capital é da própria sociedade e não dos sócios. Daí a expressão Juros sobre Capital Próprio significar o fato de a sociedade remunerar seus sócios com juros relativos ao seu próprio – leia-se da pessoa jurídica, no caso - capital.

Assim, a Lei n. 9.249/95 autoriza que os valores pagos a título de JCP sejam imputados como parte dos dividendos obrigatórios pagos aos acionistas (art. 9o par. 7o) o que representa, na prática, o acolhimento da tese de que os sócios têm direito à percepção da JCP mas que, por outro lado, ela constitui parte dos dividendos distribuídos.

[41] COELHO. Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Vol. II*. 17ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 375.

CAPÍTULO VII

As deliberações sociais e o direito de voto dos sócios

1 – Deliberações sociais: a soberania da vontade dos sócios em relação aos atos da sociedade

Essencialmente considerado, todo modelo societário é, em síntese, um grupo de pessoas – os sócios – que agregam um conjunto de bens e recursos financeiros – capital social – para viabilizar o exercício de uma determinada atividade econômica – objeto social – cuja finalidade essencial é gerar lucro, o qual será partilhado entre os participantes.

Deste modo, o poder de decidir sobre a forma pela qual o patrimônio da sociedade será empregado na viabilização do objeto social e do almejado lucro há de ser, em última análise, conferido àqueles que contribuiram para a formação deste conjunto patrimonial e integram, como partes, o empreendimento societário.

Consagra-se, portanto, a premissa segundo a qual a vontade dos sócios é, respeitadas as regras legais pertinentes, soberana para fixar os atos a serem ou não praticados pela pessoa jurídica. Há, porém, alguns elementos relevantes a serem considerados a partir desta premissa.

O primeiro deles está na constatação de que a sociedade é – salvo raríssimas exceções - composta por uma pluralidade de pessoas físicas ou jurídicas. Assim, a vontade dos sócios, em relação aos atos a serem praticados pela sociedade, não é, sempre, exatamente a mesma, sendo quase certo presumir que, em geral, haverá divergência, entre eles, sobre as matérias sujeitas à sua deliberação.

A segunda relevante variável é a de que se faz necessário estabelecer um procedimento adequado para permitir aos sócios manifestarem, em iguais condições, seu desejo sobre os atos da sociedade. Em outras palavras, a lei deve disciplinar um procedimento para regular a forma de expressão, pelos sócios, de sua vontade sobre os atos da pessoa jurídica.

A primeira destas variáveis é solucionada pela regra da deliberação por maioria. Assim, a lei não exige, salvo excepcionais situações, que todos os sócios aprovem um determinado ato, para que ele seja considerado apto a ser implementado pela pessoa jurídica.

Ao contrário, a regra é a da prevalência da vontade da maioria sobre a da minoria, em consonância com o que é predominante em se tratando de pluraridade de pessoas e interesses regulados por regras democráticas.

Complementa o aspecto da maioria nas deliberações sociais o chamado princípio da proporcionalidade. De prevalência na generalidade das sociedades empresárias, este significa, em síntese, que as deliberações são tomadas não com base no número de sócios que votem num ou noutro sentido, mas a partir do percentual que cada um deles detém sobre o capital social.

Portanto, a manifestação de vontade do sócio é, nas deliberações da sociedade, diretamente proporcional ao seu percentual sobre o capital social. Quanto maior o número de quotas ou ações de um sócio, proporcionalmente será maior sua ingerência sobre as deliberações da sociedade (art. 1.010 do Código Civil e art. 110 da Lei n. 6.404/76). As decisões dos sócios sobre a sociedade se efetivam por maioria de capital, não de pessoas.

O segundo aspecto relevante acima salientado, referente ao procedimento regulador do modo pelo qual os sócios expressarão sua vontade em relação à sociedade, é solucionado com a previsão, tanto para as companhias quanto para as sociedades limitadas, de um órgão

especificamente voltado para a finalidade essencial de permitir que todos os sócios manifestem sua vontade em relação aos atos a serem praticados pela sociedade. Este órgão é, nas companhias, a Assembleia Geral de Acionistas e, nas Sociedades Limitadas, a Assembleia de Sócios ou, alternativamente, a Reunião de sócios.

São, desta forma, características comuns às sociedades limitadas e anônimas: a soberania da vontade dos sócios como condutora das atividades sociais, a prevalência da vontade da maioria sobre a minoria dos sócios[1], a proporcionalidade entre a vontade de cada sócio e o seu percentual sobre o capital social e a existência de um órgão especificamente orientado para a captação da vontade dos sócios em relação aos atos da sociedade.

Além disso, este órgão deliberativo de uma sociedade – seja ela anônima ou limitada – tem natureza decisória, ou seja, suas deliberações são vinculantes dos demais partícipes da estrutura organizacional da pessoa jurídica. O órgão deliberativo da sociedade anônima ou limitada não manifesta opiniões, toma decisões. Determina, não pede ou sugere.

É ainda ponto comum à estrutura do órgão deliberativo das sociedades anônimas ou limitadas a previsão, em lei, de uma série de formalidades inerentes à sua realização, sem as quais será nula qualquer deliberação ali tomada. Uma Assembleia Geral de Acionistas, Assembleia ou Reunião de sócios somente é válida se atendidas integralmente todas as formalidades previstas,

---

1 *"Trata-se de um negócio jurídico unilateral, formado pela coincidência de vontades individuais que se fundem para expressar a vontade coletiva. Constitui, com efeito, um negócio unitário, porque emana de um colégio também unitário. (...). Há uma pluralidade de manifestações paralelas que caracterizam um concurso de vontades. Não é a deliberação do conclave um ato plurilateral, porque não há multiplicidade de vontades, mas várias vontades fusionadas ou unificadas."* CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil – Vol. 13. Parte Especial: Do Direito da Empresa.* Ed. Saraiva. São Paulo. 2006. Pg. 194.

para cada um destes órgãos, pela legislação ou nos atos constitutivos da pessoa juridica[2].

2 – Deliberações sociais: uma comparação entre sua concepção teórica e a realidade fática

Em teoria, o órgão deliberativo de uma sociedade é, portanto, um ambiente no qual os sócios podem manifestar opiniões, fazer propostas, debater diferentes ideias sobre as atividades e empreendimentos a serem efetivados pela sociedade e, principalmente, manifestarem, em proporcionalidade à sua participação no capital social, seu direito de voto, o que resultaria na aprovação ou não das matérias debatidas e propostas[3].

Esta concepção é, entretanto, muito distante da realidade atual, especialmente em se tratando das sociedades – companhias ou não - brasileiras. Diferentes fatores contribuem para esta distância entre a concepção

---

[2] É uma regra geral em matéria de direito civil e empresarial aquela segundo a qual há direta proporcionalidade entre a rigidez formal de um ato e a segurança e credibilidade quanto aos seus efeitos. Assim, quanto mais seja necessário garantir credibilidade e segurança aos efeitos de um ato jurídico, maiores tendem a ser as formalidades inerentes à sua validade.

Com as deliberações dos sócios, pode-se perceber nitidamente tal vínculo entre a segurança jurídica que se precisa ter sobre as deliberações e as várias formalidades estipuladas como requisitos para validade das decisões tomadas.

[3] Neste sentido as palavras de Waldemar Ferreira, que, sobre a Assembleia Geral de Acionistas, disse: "*Sua função é, se não a de falar em nome dela* [da sociedade] *ou de lhe dizer a vontade, a de traçar o roteiro de seu destino. Para a consecução desse alvo, ela é soberana; livremente toma as decisões condizentes com o interesse social; e sua decisão de impõe, definitivamente, a quantos, a qualquer título, se dediquem ao seu serviço. Merece, por isso, o qualificador de órgão supremo da sociedade, como tal soberano, título com que a têm honrado algumas leis.*" FERREIRA. Waldemar. *Tratado de Direito Comercial. Vol. IV*. Ed. Saraiva. São Paulo. 1961. Pg. 364.

teórica – para não dizer utópica – de órgão deliberativo societário e a realidade dos fatos.

Em primeiro lugar, o principio da proporcionalidade do voto faz com que, em sociedades nas quais uma pessoa ou grupo seja titular de mais da metade do capital social votante, a participação dos sócios minoritários seja inócua, posto que incapaz de interferir na aprovação ou não de determinada matéria[4].

Em sociedades caracterizadas por tal grau de predominância de uma pessoa ou grupo sobre o montante do capital social votante, esta pessoa ou grupo tem poder para decidir sozinho sobre quase todas as questões referentes à sociedade, e, assim, aos minoritários não resta razão prática para participar das deliberações[5].

Por outro lado, a participação no órgão deliberativo representa custos de diferentes ordens, se considerada uma sociedade – especialmente uma companhia – composta por sócios que provavelmente residem em diferentes lugares, muitas vezes distantes do local no qual se realiza a deliberação.

Estes gastos incluem também – e principalmente - os custos de informação sobre o objeto das deliberações, pois que de pouco adianta o sócio se dispor a investir seu tempo e seu dinheiro na viabilização de sua participação na deliberação sem, por outro lado, estar devidamente informado sobre os elementos que o levariam a optar pelo

---

[4] *"Não significa a assembleia um cenário da democracia, porquanto as votações são comandadas, na maioria das vezes, por influência de grupos, conchavos e poder político. Em verdade, em muitos casos, não passa de um ato meramente formal, já que um único acionista pode determinar o rumo das deliberações*". RIZZARDO. Arnaldo. *Direito de Empresa*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 450.

[5] *"Ao longo dos últimos anos, a assembleia geral vem, na prática, perdendo espaço como principal centro decisório da companhia, tendo em vista o absenteísmo dos acionistas minoritários, uma vez que, em geral, apenas os controladores comparecem ao conclave"*. EIZIRIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada – Vol. II*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 17.

sim ou não em cada um dos assuntos a serem apresentados na ocasião[6].

A proporcionalidade do direito de voto, somada à constância do sócio ou grupo majoritário – hegemônico nas deliberações – e os custos financeiros, de tempo e de informação acabam, assim, por provocar um esvaziamento do órgão deliberativo das sociedades, que, na prática, hoje pouco interfere nos rumos dos negócios sociais.

Há, porém, alguns aspectos - de ordem normativa ou fática – que ao menos buscam amenizar estes fatores de enfraquecimento dos órgãos deliberativos no contexto das sociedades brasileiras.

Em primeiro lugar, a legislação – tanto o Código Civil quanto a Lei n. 6.404/76 – estabelece algumas exigências tendentes a tornar mais relevante o poder dos sócios minoritários.

Neste sentido é possível encontrar, nos citados textos legais, exigência de quóruns de instalação ou aprovação mais altos que a regra geral (art. 135 e 221 da Lei n. 6.404/76, art. 1.076 do Código Civil), direito de votação em separado para a composição dos outros órgãos sociais (art. 161 par. 4º da Lei n. 6.404/76 e art. 1.066 par. 2º do Código Civil), além de prerrogativas como o voto múltiplo (art. 141 da Lei n. 6.404/76), que flexibiliza, em

---

6 *"A chamada 'apatia racional' descreve o comportamento dos acionistas quando o custo de manter-se informado e participar nas assembleias gerais é superior ao benefício individual esperado por tal comportamento. Ou seja, vale mais a pena, do ponto de vista econômico, manter-se apartado da participação informada nas decisões coletivas do que nelas se envolver*". EIZIRIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada – Vol. II*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 17.

O custo de se informar sobre os elementos relevantes para uma votação conciente são, neste caso, maiores do que a capacidade do sócio de influenciar no resultado final da votação. Assim, ele prefere não arcar com os custos desta informação e se abstém de votar, enfraquecendo o órgão deliberativo.

determinado caso, o princípio da proporcionalidade do voto nas deliberações societárias.

A evolução da tecnologia também contribui para a redução dos custos de participação nas deliberações societárias. Como abaixo se verá, atualmente o acionista (e mesmo o quotista) pode exercer seu direito de participação e voto por meio eletrônico ou à distância, dispensando os sócios do deslocamento antes essencial.

Por outro lado, a consulta às informações necessárias à compreensão das matérias a serem deliberadas tornou-se muito mais ágil e fácil, já que pode ser, ao menos nas companhias abertas, eletronicamente realizada[7]. Assim, diminuem-se os custos necessários à obtenção das informações essenciais à formação de uma fundamentada convicção sobre as deliberações[8].

Voto múltiplo, participação à distância ou por meio eletrônico, facilidade de consulta às informações sobre as matérias a serem deliberadas, quoruns qualificados e outras prerrogativas previstas em lei a favor dos minoritários são, sem dúvida, instrumentos de fortalecimento do órgão deliberativo. Certo é, entretanto, que mesmo assim a sua realização não é algo que se possa, ao menos no presente estágio, ter-se por algo corriqueiro.

Por outro lado, é necessário reconhecer que, apesar destes vários entraves, há determinadas decisões que devem ser indelegavelmente tomadas pelos sócios. Por isso, tanto

---

[7] O art. 133 da Lei n. 6.404/76 enumera, no caso de Assembleias Gerais Ordinárias de Acionistas, uma série de documentos que devem, na forma ali disciplinada, obrigatóriamente estar à disposição dos acionistas, para consulta e análise, com antecedência mínima de um mês para a deliberação. Tratam-se, em síntese, de informações sobre os atos de gestão e a situação patrimonial da companhia, temas sobre os quais deliberarão, na ocasião, os acionistas.

[8] Esta diminuição de custos não se refere, entretanto, à necessidade de, diante das informações disponíveis, ser capaz de interpretá-las e delas extrair uma opinião fundamentada sobre como votar nas deliberações.

o Código Civil (art. 1.071) quanto a Lei n. 6.404/76 (art. 122) enumeram, em rol exemplificativo, certas matérias que são de competência privativa do órgão deliberativo, ou seja, somente podem ser validamente decididas diretamente pelos sócios.

Conclui-se então que os sócios têm, como já salientado, poder para decidir sobre qualquer ato referente à pessoa jurídica por eles composta (art. 121 da Lei n. 6.404/76), mas apenas nas matérias de competência privativa este poder é indelegável. É dizer: os sócios podem deliberar sobre qualquer assunto referente à sociedade, mas apenas nos casos previstos pelos artigos 122 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.071 do Código Civil – além de outros eventualmente previstos nos atos constitutivos - esta deliberação é condição de validade da decisão.

3 – O órgão deliberativo nas Sociedades Anônimas e nas Sociedades Limitadas: Assembleia Geral de Acionistas, Assembleia e Reunião de Sócios

Nas sociedades anônimas (art. 121 a 136 da Lei n. 6.404/76) a Assembleia Geral de Acionistas é o órgão deliberativo, do qual todos os acionistas podem participar e – se votantes – deliberar sobre os atos a serem praticados pela pessoa jurídica. Sua existência é essencial tanto nas companhias abertas quanto fechadas, sendo também, em ambas as modalidades, muito similar as regras procedimentais inerentes à sua validade.

Já o Código Civil estipula, para as Sociedades Limitadas, uma curiosa dualidade de orgãos deliberativos distintos, os quais podem, como se verá, ser alternativamente adotados. São eles a Assembleia de Sócios e a Reunião de Sócios.

É correto desde logo salientar que Assembleia e Reunião de sócios não são o mesmo instituto. Ambos se

prestam à finalidade essencial de servir como instrumento de captação da vontade dos sócios quotistas, mas são legalmente regulados de forma distinta.

Também é preciso observar que a Sociedade Limitada deve, em seu contrato social, deixar expressa qual a opção de órgão deliberativo por ela adotada, a qual passará a ser obrigatória para todas as deliberações daquela pessoa jurídica (art. 1.072 *caput* do Código Civil)[9].

Assim, feita a previsão contratual de que a sociedade deliberará por Assembleia de Sócios, não se poderá admitir – exceto se houver alteração de tal cláusula do contrato social – que seja empregada, alternativamente, a Reunião de Sócios como forma de deliberação, o mesmo valendo para a hipótese inversa.

A distinção entre tais modalidades de órgãos deliberativos – Assembleia de Sócios e Reunião de Sócios - está exclusivamente no número e grau de formalidades essenciais à validade de uma e de outra.

O Código Civil estipula, para a Assembleia de Sócios das sociedades limitadas, uma série de requisitos de validade inerentes tanto à sua convocação (art. 1.152 par. 3º) quanto instalação (art. 1.074) e deliberação (art. 1.076), de forma muito similar ao que se tem nas Assembleias Gerais de Acionistas.

Já a Reunião de Sócios não contém qualquer previsão ou exigência referentes à sua forma de convocação ou quórum de instalação. Isto significa que a Reunião de Sócios pode ser convocada por qualquer meio, sem que isso lhe comprometa a validade, o mesmo ocorrendo com a

[9] As Sociedades Limitadas compostas por mais de 10 (dez) integrantes são obrigadas a adotar a Assembleia de Socios como órgão deliberativo (art. 1.072 par. 1º do Código Civil).

sua instalação, que se realiza independentemente do número de sócios presentes na ocasião[10].

A Reunião de Sócios tem a mesma competência deliberatória da Assembleia de Sócios, mas depende, para sua validade, apenas do cumprimento das formalidades legais para deliberação (art. 1.076 do Código Civil), que, como se verá abaixo, prestam-se a aferir se uma determinada matéria foi ou não aprovada pelos sócios, conforme o quórum necessário.

Assim, enquanto a Assembleia Geral de Acionistas e a Assembleia de Sócios quotistas devem, para sua validade, atender a formalidades de convocação, instalação e deliberação, a Reunião de Sócios está legalmente dispensada das duas primeiras, o que se faz para tornar sua realização menos rígida, custosa e formal[11].

A Lei n. 6.404/76 subdivide a Assembleia Geral de Acionistas em Ordinária (A.G.O. art. 132 a 134) e Extraordinária (A.G.E, art. 135 e 136), o mesmo ocorrendo, ainda que apenas de forma tácita, para a Assembleia de Sócios (art. 1.078 do Código Civil).

A razão de ser desta distinção está na constatação de que existem certas matérias que periodicamente necessitam da apreciação direta pelos sócios. Em razão

---

[10] Neste sentido: LUCENA. José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. 6ª. Edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2005. pg.520.

[11] Imagine-se, a título de exemplo, uma sociedade limitada composta por dois ou três sócios. Há alguma razão lógica para se estabelecer formalidades indispensáveis à convocação e instalação de uma deliberação entre eles? Não seria possível, por exemplo, que eles livremente combinassem de se encontrar para discutirem e votarem os assuntos de interesse social?

Esta informalidade, por outro lado, gera insegurança jurídica nas hipóteses em que a sociedade apresenta – ao menos potencialmente – elevado número de sócios, razão pela qual a convocação deles, para fins de deliberação, torna-se mais rígida e formal, como se vê, por exemplo, na Lei n. 6.404/76.

desta periódica e indispensável deliberação, tanto a Lei n. 6.404/76 quanto o Código Civil estipulam que, em determinada época do ano, há que se realizar obrigatoriamente uma Assembleia Geral de Acionistas – ou de sócios, nas limitadas – com a finalidade de deliberar sobre estas matérias.

Assim, a Assembleia Geral Ordinária de Acionistas tem que ser realizada obrigatoriamente uma vez – e somente uma vez – a cada exercício social, para deliberar sobre um rol de assuntos por lei considerados de indispensável apreciação periódica (arts. 131 e 132 da Lei n. 6.404/76).

A Assembleia Geral Ordinária de Acionistas tem, portanto, época fixada para sua realização e matérias de obrigatória apreciação, o mesmo ocorrendo com a Assembleia de Sócios da sociedade limitada, que, embora sem ser legalmente classificada em Ordinária e Extraordinária, também conta com a exigência de realização anual, para a deliberação de assuntos legalmente estabelecidos (art. 1.078 do Código Civil)[12].

Já a Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas é aquela que se realiza quando e quantas vezes forem necessárias decisões dos sócios sobre as atividades da pessoa jurídica. Não há número, época de realização ou matérias preestabelecidas, já que não se pode antever quantas vezes e quais os assuntos que, no decorrer do exercício social, hão de ser enfrentados e deliberados pelos sócios.

---

[12] Tanto a Lei n. 6.404/76 (art. 132) quanto o Código Civil (art. 1.078) estipulam que esta periódica e obrigatória assembleia deve se realizar dentro dos quatro primeiros meses seguintes ao fim do exercício social. Embora não seja obrigatório, o exercício social costuma coincidir, por regra contratual ou estatutária, com o ano civil, o que leva – principalmente nas companhias – a uma grande quantidade de Assembleias Gerais Ordinárias de Acionistas realizadas no início do ano, especialmente na última metade do mês de Abril.

Quanto à Assembleia de sócios quotistas, o mesmo se aplica, pois além daquela de realização anual obrigatória (art. 1.078 do Código Civil), haverá a convocação deste órgão deliberativo sempre que, por lei ou pelo contrato, houver a necessidade de manifestação dos quotistas sobre um ou mais assuntos de interesse da sociedade (art. 1.072 do Código Civil)[13].

4 – Das formalidades essenciais à deliberação dos sócios

O órgão deliberativo de uma sociedade – anônima ou limitada – deve, para que as decisões ali tomadas sejam válidas, ser realizado com o estrito cumprimento de uma série de exigências formais previstas expressamente pela legislação.

Estas formalidades, todas essenciais à validade da deliberação, se subdividem em três níveis distintos, conforme se refiram à forma de convocação dos sócios para participação na deliberação, à válida habilitação para início das deliberações (instalação) e, por fim, à quantidade de adesões necessárias à aprovação de uma matéria submetida à apreciação dos sócios, naquele ato.

Fala-se, portanto, em formalidades de convocação, instalação e deliberação, as quais estão expressamente disciplinadas tanto para a Assembleia Geral de Acionistas quanto para a Assembleia de Sócios, nas sociedades limitadas.

---

[13] O Código Civil é omisso quanto à necessidade de Reunião de Sócios para deliberar, periodicamente, sobre os assuntos do art. 1.078. Como visto, a diferença entre Assembleia e Reunião de sócios restringe-se às respectivas formalidades de convocação e instalação, não alcançando, portanto, sua competência deliberatória e quoruns de aprovação. Portanto, deve-se concluir que mesmo nas sociedades limitadas que deliberem por Reunião de Sócios é obrigatória a sua realização anual, para fins de apreciação e votação dos assuntos elencados pelo art. 1. 078 do Código Civil.

4.1 – Formalidades de convocação

A primeira questão referente à convocação da Assembleia Geral de Acionistas – nas companhias – ou de sócios – nas limitadas - diz respeito à pessoa ou grupo que pode ou deve convocá-la.

A chamada legitimidade ordinária remete àquela pessoa ou grupo que tem, entre suas atribuições, a obrigação legal de convocar a assembleia de acionistas ou quotistas, sempre que forem necessárias ou exigidas suas deliberações.

É importante ressaltar que tanto no caso das sociedades anônimas, quanto das limitadas, o titular da legitimidade ordinária tem a obrigação - e não a faculdade - de, nas hipóteses previstas pela lei ou nos atos constitutivos da sociedade, convocar a assembleia de acionistas ou quotistas.

A legitimidade ordinária de convocação dos sócios para uma Assembleia Geral de Acionistas é disciplinada pelo art. 123 *caput* da Lei n. 6.404/76, que consagra o poder dos estatutos sociais para conferir tal competência ao Conselho de Administração – se existente – ou à diretoria, enquanto o Código Civil prevê, para as Assembleias de sócios quotistas, que sua convocação é dever dos administradores da sociedade (art. 1.072, *caput*)[14].

---

[14] A decisão sobre a oportunidade da convocação, bem como a realização dos procedimentos inerentes à sua validade justificam a opção – constante tanto da Lei n. 6.404/76 quanto do Código Civil - de concentrar na pessoa dos administradores a atribuição legal de convocação da assembleia de acionistas ou quotistas.

Primeiro porque, na condição de gestores do patrimônio e dos negócios sociais, são eles que mais diretamente acompanham o andamento das atividades da sociedade, e, por isso, estão, a princípio, melhor informados para decidir quando a assembleia se faz necessária.

Além da legitimidade ordinária há também, tanto no caso da Assembléia geral de acionistas quanto de quotistas, as hipóteses de legitimidade extraordinária para convocação.

Fala-se em legitimidade extraordinária para convocação quando se trata dos casos nos quais uma determinada pessoa ou grupo tem, por lei, a faculdade – não o dever – de realizar, de maneira expressa e fundamentada, a convocação da assembleia de acionistas ou quotistas.

Os casos de legitimidade extraordinária de convocação estão previstos, para as companhias, no parágrafo único do art. 123 da Lei n. 6.404/76, e, para as sociedades limitadas, no art. 1.073 do Código Civil. Os textos de ambos os artigos são muito semelhantes, já que conferem o direito aqui tratado ao Conselho Fiscal, à uma minoria qualificada do capital social ou a qualquer dos sócios, quando, neste último caso, houver atraso por parte de quem tenha a obrigação de convocação.

Fundamenta-se o direito do Conselho Fiscal essencialmente na constatação de que, no exercício de suas atribuições, este órgão deve, como se verá em capítulo adiante, reportar-se diretamente aos sócios, sempre que constatada alguma irregularidade na gestão social.

A previsão de legitimidade extraordinária a um determinado percentual mínimo do capital social se mostra como um instrumento em favor dos sócios ou grupos minoritários, os quais, se devidamente organizados, não ficarão dependentes da vontade dos administradores para

---

Em segundo lugar, os custos de convocação são da pessoa jurídica, e, portanto, nada mais adequado que os mesmos sejam efetivados por ato de seus representantes legais.

poderem apresentar propostas de deliberação à asssembleia[15].

Por fim, é igualmente acertada a autorização para qualquer sócio realizar a convocação da assembleia em caso de atraso, por prazo superior a 60 (sessenta) dias, da pessoa ou grupo que tenha a legitimidade ordinária de convocação. O objetivo desta previsão é suprir a negligência dos administradores da sociedade, que estão a descumprir sua obrigação legal de realizar, a tempo e modo, o procedimento convocatório, em notório prejuízo às atividades sociais.

A Assembleia Geral de Acionistas ou de sócios quotistas será convocada por edital publicado pelo menos três vezes em jornal de grande circulação nas localidades da sede da sociedade e suas filiais (art. 124 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.152 pars. 1º e 3º do Código Civil)[16].

O edital de convocação deverá conter, claro, a data, hora e local da assembleia[17], além da chamada Ordem do

---

[15] Cumpre esclarecer que esta minoria qualificada de acionistas ou quotistas deve, antes de ter a prerrogativa de convocação, dirigir, a quem tenha a legitimidade ordinária de convocação, requerimento fundamentado neste sentido. Somente se tal requerimento, que deve ser especificado e justificado, não for atendido no prazo de 08 (oito) dias, terão os requerentes o poder de, por sí próprios, realizar a convocação.

[16] Há variações apenas quanto à antecedência mínima exigida entre a primeira destas publicações e a relização da assembleia. Nas companhias abertas, exige-se que haja uma antecedência mínima de 15 (quinze) dias, enquanto as companhias fechadas devem observar ao menos 8 (oito) dias. Em segunda convocação, tais prazos caem para 8 (oito) e 5 (cinco) dias, respectivamente (Lei n. 6.404/76, art. 124 par. 1º).

O Código Civil exige, para as Assembleias de quotistas, uma antecedência mínima de 8 (oito) dias, em primeira convocação, e 5 (cinco) dias, para o caso de segunda convocação (art. 1.152 par. 3º).

[17] Segundo o art. 124 par. 2º da Lei n. 6.404/76, salvo motivo de força maior, a assembleia geral realizar-se-á no edifício onde a companhia tiver a sede.

Dia, que consiste na enumeração taxativa das matérias a serem deliberadas na ocasião.

O respeito à Ordem do Dia é essencial à validade de uma assembléia de acionistas ou quotistas. Somente poderão ser apreciados, pelos sócios, os assuntos e temas expressamente constantes da Ordem do Dia publicada.

Esta limitação decorre da necessidade de que os participantes estejam previamente cientes dos assuntos a serem deliberados, de modo a eventualmente se organizarem sobre a forma como proceder. Portanto, uma vez publicada, a Ordem do Dia limita a competência deliberatória da Assembleia Geral de Acionistas ou sócios, de forma a protegê-los contra eventuais surpresas durante o evento.[18]

Há, no regime do Código Civil e da Lei n. 6.404/76, três hipóteses nas quais serão supridas todas estas elencadas formalidades de convocação. Isto significa que, se ocorrida alguma de tais hipóteses, eventuais descumprimentos das formalidades de convocação legalmente previstas serão desconsiderados, com a consequente validade das decisões tomadas.

A primeira destas hipóteses de suprimento das formalidades de convocação está no comparecimento espontâneo da unanimidade dos acionistas ou quotistas (art. 124 par. 4º da Lei n. 6.404/76 e art. 1.072 par. 2º do Código Civil). Se todos estão presentes, não há razão para se questionar a validade das deliberações com base na forma pela qual foram convocados os participantes[19].

---

[18] Importante também observar que *"a ordem do dia constará de um resumo do que será tratado na assembléia, sendo condenável a indicação em termos gerais, como às vezes se procura fazer."* MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. – Vol. II. Tomo 1.* 2ª edição. Rio de Janeiro: Ed. Forense, 1984. Pg. 168.

[19] "*O fundamento da dispensa de convocação é que somente os sócios têm interesse em conhecer com antecedência os assuntos a serem discutidos. Comparecendo todos os sócios ao conclave, presume o Código que concordaram com a omissão desse requisito*

As outras duas hipóteses de suprimento das formalidades de convocação estão previstas expressamente apenas no Código Civil (art. 1.072 pars. 2º e 3o), mas, como ser verá, não há razão alguma para se negar sua aplicação também às companhias, embora a Lei n. 6.404/76 não tenha, sobre o assunto, dispositivo expresso.

Haverá suprimento de qualquer das formalidades de convocação se a unanimidade dos sócios se declarar, por escrito, ciente da convocação e da ordem do dia. Deve-se apenas observar, nesta comunicação escrita aos sócios, a antecedência mínima de convocação prevista, para cada caso, na legislação.

Observe-se que não se trata, aqui, do comparecimento unânime, mas sim da ciência individualizada, por escrito e com a antecedência mínima legalmente exigida, da totalidade dos sócios a respeito da data, hora, local e Ordem do Dia da Assembleia de quotistas ou acionistas. Assim, mesmo que não compareçam todos, reputam-se regularmente convocados.

Por fim, se a unanimidade dos sócios aprovar expressamente uma determinada deliberação esta será válida, ainda que tal aprovação não tenha sido precedida de Assembleia regularmente convocada e instalada[20]. Lavra-se a Ata da Assembleia Geral de Acionistas ou quotistas, enumeram-se as deliberações aprovadas e, claro, a assinatura da totalidade dos sócios, o que supre qualquer dúvida quanto à legitimidade da decisão.

---

legal. Tendo, com efeito, a convocação por objetivo proteger os interesses dos sócios, não há por que negar a validade e a eficácia da instalação do conclave se todos consentirem sobre a ordem do dia. E a presença da unanimidade dos acionistas dá segurança de que não serão atingidos os seus interesses." CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil – Vol. 13. Parte Especial: Do Direito da Empresa*. São Paulo: Editora Saraiva, 2003. p. 198

[20] CATAPANI. Márcio Ferro. As Assembleias Gerais. (In). COELHO. Fábio Ulhôa. *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 360.

4. 2 – Formalidades de instalação e deliberação

Se o número de sócios presentes na assembleia for pouco significativo, em relação ao montante total do capital social, as decisões tomadas naquele momento carecerão de legitimidade, já que efetuadas por parcela reduzida dos interessados.

Uma vez convocada por quem de direito e segundo as exigências legalmente estabelecidas, a assembleia de acionistas ou quotistas somente pode deliberar sobre os assuntos de sua Ordem do Dia se contar com um número de participantes cujos percentuais sobre o capital social sejam significativos o bastante para legitimar as decisões tomadas. Este quorum é fixado pela legislação (Lei n. 6.404/76, art. 125 e art. 1. 074 do Código Civil) e trata-se da formalidade de instalação da Assembleia Geral de Acionistas ou quotistas.

Se frustrada a formalidade de instalação, pela insuficiência de presentes, frustra-se também, naquele momento, a possibilidade de realização da assembleia. Será então necessária a realização da 2ª convocação, com observância das mesmas formalidades estabelecidas para a 1ª, ressalvada apenas a redução na antecedência mínima entre a primeira publicação e a data do evento.

Tanto o Código Civil quanto a Lei n. 6.404/76 dispensam, em 2a convocação, qualquer formalidade de instalação. Isto significa que uma Assembleia Geral de Acionistas ou quotistas estará regularmente instalada, em 2ª convocação, com qualquer número de sócios presentes[21].

---

[21] Justifica-se tal orientação, posto que a legitimidade dada por uma participação significativa de sócios na assembleia não pode fazer com que, em virtude da ausência e desinteresse destes, restem frustradas várias convocações e, via de conseqüência, fiquem pendentes as decisões a serem tomadas.

Uma vez devidamente convocada e instalada, a assembléia de sócios está apta a deliberar sobre as questões de sua competência, aprovando ou não os assuntos previamente elencados no edital de convocação.

Respeitado o já mencionado princípio da proporcionalidade do direito de voto dos sócios – e excepcionados os casos expressamente previstos em lei - consideram-se aprovadas, nas sociedades anônimas, as deliberações que obtenham o voto favorável da maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco (art. 129, *caput* da Lei n. 6.404/76). Isto significa que, em regra, é preciso que mais da metade do capital social votante da companhia seja favorável à uma deliberação, para que ela seja considerada aprovada.

Já nas sociedades Limitadas a regra geral é, pelo art. 1.076 III do Código Civil, a da aprovação pela maioria relativa, que tem como referência mais da metade do capital social presente no ato de deliberação e não o capital social votante, como nas sociedades anônimas.

Esta regra geral é, entretanto, substituída pelo quorum qualificado de ¾ (três quartos) ou pela maioria absoluta (mais da metade do capital social) em vários dos casos de competência privativa dos sócios quotistas (art. 1.076 I e II do Código Civil), o que faz concluir que, de fato, restam poucas deliberações relevantes a serem, em uma sociedade limitada, sujeitas à regra geral de aprovação pela maioria relativa.

Uma vez aprovada pelos sócios, a decisão tomada é vinculante em relação a todos eles, não podendo os eventuais divergentes se recusarem a submeter-se ao que foi validamente aprovado. A deliberação é majoritária, mas, uma vez aprovada, é vinculante em relação à totalidade dos sócios e administradores da sociedade[22].

---

[22] Restará aos sócios divergentes o direito de retirar-se da sociedade, caso a deliberação aprova esteja elencada dentre aquelas que concedem

Situação à qual todas as sociedades estão, em princípio, sujeitas, é aquela na qual ocorre um empate na votação sobre determinada matéria. Metade do capital social votante a aprova, enquanto a outra metade é contrária. Para esta hipótese, a Lei n. 6.404/76 e o Código Civil trazem solução, respectivamente em seus artigos 129 par. 2º e art. 1.010 par. 2º.

Nas companhias, o empate deverá ser solucionado na forma como eventualmente prevista estatutariamente. Assim, cláusula que contenha, por exemplo, a prevalência da maioria de pessoas votantes num determinado sentido, a existência de voto qualificado (aquele que tem peso maior nas deliberações acaso empatadas)[23] ou a automática submissão da decisão à arbitragem são plenamente válidas.

---

tal possibilidade (art. 137 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.077 do Código Civil).

[23] O voto qualificado é similar à denominada "golden share" (literalmente "ação dourada"), mas não idêntico. Tem-se o voto qualificado quando, em caso de empate em uma votação, prevalece a posição tomada, sobre a matéria em deliberação, por um determinado acionista.

Já a "golden share" representa, em essência, o poder dado, pelos estatutos, a um determinado acionista, de vetar a aprovação de uma ou mais deliberações, ainda que tenham elas prevalecido pela maioria do capital social votante. Trata-se de um instrumento que foi adotado, no Brasil, pelo Poder Público, em sociedades que passaram por processos de privatização, sendo sua legalidade questionável em caso de acionistas privados, já que subverteria a proporcionalidade entre a participação no capital social e o poder de decisão nas assembleias gerais de acionistas.

"*A ação preferencial de classe especial equivale à popularmente denominada* golden share*, que foi concebida originariamente no Reino Unido para conciliar o programa de privatização com o resguardo de interesses estratégicos do Poder Público nas empresas privatizadas, sem tolher sua liberdade externa de ação no mercado e inteferir demasiadamente na dinânima societária interna."* PINTO JÚNIOR. Mário Engler. *Empresa Estatal.* 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 197.

No silêncio do estatuto, nova Assembleia Geral de Acionistas será convocada, com intervalo mínimo de 02 (dois) meses, para retomar a deliberação que, se continuar empatada, será submetida a decisão judicial caso os sócios não aprovem, por maioria de capital, a submissão da matéria a terceiro, como um perito ou árbitro.

Segundo o art. 1.010 do Código Civil, as deliberações são tomadas por maioria de capital, mas, em havendo empate segundo este critério, prevalecerá a maioria de pessoas, ou seja, é considerada vencedora a decisão que tenha sido aprovada por metade do capital social e, cumulativamente, pelo maior número de sócios votantes.

Havendo igualdade segundo ambos os critérios – pessoas e capital – a decisão será submetida a decisão judicial podendo, claro, o contrato social conter, nos moldes do que se viu em relação às companhias, regra destinada a regular a questão sem, entretanto, violar o dispositivo do par. 2º do art. 1.010.

Os atos praticados e as deliberações tomadas pela Assembleia Geral de Acionistas serão formalizados em uma Ata, documento escrito a ser lançado em livro próprio, o denominado "Livro de Atas das Assembleias Gerais" (arts. 100, III e 130 da Lei n. 6.404/76). Sua importância é imensa, pois refletirá, para todos os fins, o que foi dito e decidido na assembleia[24].

A validade da Assembleia Geral de Acionistas ou de quotistas está, portanto, vinculada ao integral atendimento destes três níveis de formalidades, enquanto a Reunião de sócios dispensa – salvo disciplina contratual do assunto –

[24] As Assembleia de sócios quotistas também devem obrigatoriamente serem corporificadas em Ata (par. 1º do art. 1.075 do Código Civil). Já as Reuniões de sócio dispensam, como visto, qualquer formalidade de convocação ou instalação. Neste sentido, basta a deliberação assinada por tantos sócios quantos os necessários à sua aprovação.

as formalidades de convocação e instalação, tendo, por consequência, sua validade condicionada somente ao preenchimento do quorum de deliberação aplicável à matéria em apreço.

É, a partir daí, possível apontar três espécies de vícios que podem comprometer a validade da deliberação societária. São eles os vícios da própria assembleia, da deliberação ou do voto[25].

Os vícios da assembleia referem-se, em síntese, ao comprometimento das formalidades de convocação e/ou de instalação. Uma Assembleia de acionistas ou sócios irregularmente convocada ou instalada terá comprometidas todas as decisões aprovadas na ocasião. Fala-se então em anulabilidade da Assembleia Geral de Acionistas ou sócios, com a consequente anulação de tudo o que foi, no ato, deliberado.

Os vícios de deliberação existem quando, em uma assembleia de acionistas ou sócios validamente convocada e instalada, há a aprovação de matéria que afronte a lei ou os atos constitutivos da sociedade, ambos hierarquicamente superiores às decisões dos sócios. Nesta hipótese, a anulabilidade não se aplica a todas as decisões tomadas por aquela Assembleia ou Reunião de sócios, mas alcança especificamente a matéria aprovada em afronta à lei ou aos atos constitutivos[26].

---

[25] Sobre o tema, confira: BORBA. Gustavo Tavares. Invalidação da assembleia geral e de suas deliberações. (In.) COELHO. Fábio Ulhôa. *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg 373/374.

[26] O art. 1.080 do Código Civil responsabiliza ilimitadamente os sócios que venham a aprovar matéria contrária à lei ou ao contrato social. É necessário observar, sobre este dispositivo, que tal responsabilização depende, obviamente, da efetiva aprovação e implementação da deliberação, bem como da comprovação dos prejuízos causados a outros sócios, à sociedade ou a terceiros. Gonçalves Neto. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007. Pg. 382/383

Por fim, o vício de voto decorre das abaixo analisadas situações de conflito de interesses ou abuso no exercício deste direito, assim como da ocorrência, no caso, de algum dos vícios de consentimento, capazes de comprometer a validade da manifestação de vontade do sócio (como a coação, erro ou dolo).

O vício do voto não compromete a validade da assembleia ou reunião de sócios e, além disso, somente justifica a anulabilidade da deliberação caso o voto viciado tenha sido determinante para a aprovação ou não da matéria deliberada. De qualquer modo, o sócio deverá indenizar os eventuais prejuízos causados em decorrência de seu voto abusivo ou conflitante, ainda que o mesmo não tenha sido decisivo para a deliberação (art. 115 par. 3º e 4º da Lei n. 6.404/76).

Segundo o art. 286 da Lei n. 6.404/76, a ação para anular as deliberações tomadas em assembleia geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação[27].

5 – Representação dos sócios, voto e deliberações à distância

A legitimidade do participante da Assembleia Geral de Acionistas deve ser provada por um dos meios previstos pelo art. 126 da Lei n. 6.404/76, que se referem, em essência, à demonstração de que a pessoa que pretende participar da deliberação é, naquele momento, titular de uma ou mais ações da companhia.

Para as sociedades limitadas inexiste previsão, no Código Civil, sobre a forma de demonstração da condição de sócio, pois, em verdade, esta prova só pode ser feita

[27] Já para as sociedades limitadas este prazo é de 3 (três) anos, com base no que dispõe o par. único do art. 48 do Código Civil.

comparando-se a identidade daquele que pretenda participar da deliberação e a enumeração dos sócios, constante do contrato social atualizado.

O exercício do direito de participar e votar nas deliberações sociais é privativo dos sócios, mas não se trata de um direito personalíssimo. Por isso, é ponto comum entre o Código Civil e a Lei n. 6.404/76 a admissão do mandato como forma de o sócio se fazer representar, para fins de voz e voto, nas deliberações sociais.

Segundo o Código Civil, o sócio quotista pode se fazer representar, através de procuração, por outro sócio ou por advogado, ao qual deverá conferir poderes específicos para participar e votar nas deliberações enumeradas pelo instrumento, o qual será levado a registro juntamente com a ata da assembleia ou reunião de sócios (art. 1.074 par. 1º).

Nas sociedades anônimas a questão da representação de sócio em Assembleia Geral de Acionistas ganha maior relevância, especialmente nas companhias abertas, dado o potencialmente gigantesco número de acionistas, os quais, por diversas razões, muitas vezes não podem ou não querem se deslocar até o local da deliberação.

O art. 126 par. 1º da Lei n. 6.404/76 limita a possibilidade de representação, em Assembleia Geral de Acionistas, a procurador que seja também acionista, administrador da companhia ou advogado, podendo, no caso das sociedades anônimas abertas, ser ainda nomeada mandatária instituição financeira, sendo necessário, em todas essas hipóteses, que o mandato - com poderes específicos e detalhados para exercício dos direitos de sócio na deliberação - tenha sido outorgado há menos de 01 (um) ano.

A prática de solicitar procurações àqueles acionistas que não pretendam participar da Assembleia Geral é também expressamente regulada pela Lei n. 6.404/76 e, muitas vezes, acaba se revelando um fundamental método

para que se possa aprovar importantes deliberações de interesse da companhia, dada a previsão legal de quórum mínimo para aprovação da matéria e o já apontado desinteresse - ou impossibilidade - de muitos dos acionistas em participar pessoalmente da deliberação.

O art. 126 da Lei n. 6.404/76 prevê inclusive a possiblidade de pedido de procuração através de correspondência, anúncio ou qualquer outra forma de apelo ao público. Esta prática deve, ainda segundo o aqui citado texto legal, ser regulada, para as companhias abertas, pela Comissão de Valores Mobiliários, que sobre o tema já se pronunciou em diferentes oportunidades e por diversos meios, sendo, atualmente, a referência principal o texto da Instrução CVM n. 481/2009, que, mesmo com suas posteriores alterações, continua a regular a questão[28].

A Instrução n. 481/2009 da CVM trata de dois diferentes - embora muito semelhantes - aspectos do assunto. Um deles é a participação do acionista através do voto à distância. O outro é a participação dele por meio da nomeação de mandatário, que exercerá, pelo acionista mandante, na assembleia, os direitos inerentes às suas ações.

A participação à distância se dá quando o acionista preenche um documento denominado Boletim de Voto à Distância[29]. Disciplinado pelo art. 21 da Instrução CVM n. 481/2009, trata-se de um documento a ser redigido de forma a enumerar cada matéria objeto de deliberação e deixar, ao acionista que o preencha, a simples opção de

---

[28] A aplicação dos dispositivos da Instrução n. 481 da CVM é obrigatória para as companhias abertas registradas na categoria A e autorizadas por entidade administradora de mercado à negociação de ações em bolsa de valores (Art. 1º par. único).

[29] A disponibilização desta forma de votação é obrigatória nas hipóteses enumeradas pelo art. 21-A par. 1º da Instrução n. 481/2009 da CVM, mas nada impede que seja, por previsão estatutária, disciplinada e usada em qualquer companhia, seja ela de capital aberto ou fechado.

assinalar sua aprovação, rejeição ou abstenção sobre cada um dos temas indicados.

O boletim de voto à distância deve ser remetido aos acionistas – por meio físico ou eletrônico – com no mínimo 30 (trinta) dias de antecedência em relação à data da Assembleia, cabendo ao votante devolvê-lo, pelos mesmos meios, em até 07 (sete) dias antes da data da deliberação.

Trata-se, portanto, de um instrumento que permite ao acionista manifestar direta e pessoalmente seu voto sobre cada uma das matérias a serem apreciads na Assembleia, dispesando-o apenas de fazê-lo de "viva voz" na data, hora e local de realização da deliberação[30].

A Instrução n. 481/2009 da CVM prevê também outra forma de participação direta do acionista em Assembleia Geral, sem sua presença física no local da deliberação, já que considera presente, para todos os fins, aquele acionista que tenha registrado sua presença em sistema eletrônico de participação a distância disponibilizado pela companhia.

Embora a disponibilização deste sistema eletrônico de participação à distância não seja uma exigência, na prática ele viabiliza, por exemplo, que a participação do acionista – e a própria Assembleia Geral – seja realizada, por exemplo, através de videoconferência.

Semelhante, mas não idêntico, é o sistema de voto por procuração. Neste caso, o acionista confere, como salientado, um mandato a outrem para que este, seu mandatário, exerça por ele os direitos de sócio na Assembleia Geral.

---

[30] Segundo o art. 21 da Instrução n. 481/2009 da CVM o acionista cujo Boletim de Voto à distância tenha sido validamente recebido é, para todos os efeitos, computado como pessoalmente presente na Assembleia Geral.

O voto por procuração é disciplinado, tanto pelos já citados art. 126 da Lei n. 6.404/76 quanto pelo Código Civil, mas a Instrução n. 481 da CVM regulamenta, para as companhias abertas, a forma de captação destas procurações[31], assim como a admissibilidade de sua concessão por forma eletrônica.

As companhias fechadas e mesmo as sociedades limitadas podem, mediante previsão estatutaria ou contratual expressa, admitir, dentro dos parâmetros fixados para as sociedades anônimas abertas, os instrumentos de voto à distância, procuração eletrônica e mesmo a participação do sócio através de videoconferência ou outro mecanismo similar.

6 - O direito de voto nas deliberações sociais: características e condições de validade

O direito de voto nas deliberações sociais é, entre todos os decorrentes da condição de sócio, certamente aquele que mais diretamente impacta nos rumos das atividades da sociedade, e, por consequência, nos interesses dos demais sócios.

Isto porque é através do voto que se decide, ao menos em princípio, os atos a serem ou não praticados pela pessoa jurídica, assim como são escolhidos seus administradores, pessoas responsáveis pela gestão dos

---

[31] Instrução n. 481/2009 da CVM: Art. 24. As procurações objeto de pedido público devem: I – indicar um procurador para votar a favor, um procurador para se abster e outro procurador para votar contra cada uma das propostas objeto do pedido; II – indicar expressamente como o procurador deve votar em relação a cada uma das propostas ou, se for o caso, se ele deverá se abster em relação a tais propostas; III – restringir-se a uma única assembléia. Art. 25. Os pedidos públicos de procuração devem ser dirigidos a todos os acionistas com direito de voto na assembléia.

recursos patrimoniais da pessoa jurídica e por representá-la, tanto judicial quanto extrajudicialmente.

O direito de voto apresenta características que lhe são aplicáveis tanto nas companhias quanto nas sociedades limitadas, e, além disso, importantes para sua compreensão e exercício. São elas a proporcionalidade, a negociabilidade, a facultatividade, a irrevogabilidade, a preclusividade, a imotivação e a vinculação quanto à finalidade.

Como já ressaltado, tanto nas companhias quanto nas sociedades limitadas o exercício do voto é proporcional à participação de cada sócio no capital social, nisto consistindo a denominada proporcionalidade deste direito. As deliberações sociais são tomadas por maioria de capital, não de pessoas[32].

Por outro lado, tem-se que o sócio pode, através de acordo com outros integrantes, assumir o dever de acompanhar, nas deliberações da sociedade, o que predominar, entre eles, em relação ao sentido do voto a ser dado sobre determinado tema[33].

---

[32] Empregado apenas mediante requerimento de minoria qualificada do capital social e somente para a eleição dos Conselheiros de Administração da companhia, este instituto confere a cada ação o número de votos correspondente ao número de Conselheiros a serem eleitos na ocasião.

Assim se, por exemplo, serão escolhidos, em uma dada Assembleia Geral de Acionistas, 03 (três) novos Conselheiros de Administração, cada ação votante terá, naquela específica votação, 03 (três) votos, podendo o acionista concentrá-los em um único candidato ou distribuí-lo entre diferentes postulantes.

Trata-se o voto múltiplo de um instrumento destinado a permitir que uma pessoa ou grupo minoritário possa, se souber se organizar, eleger um número de Conselheiros de Administração superior ao que conseguiria, se aplicada a regra geral de proporcionalidade.

[33] É o que se tem, por exemplo, no caso de acordos de acionistas sobre o exercício do voto nas deliberações da companhia. Como se verá em capítulo próprio, estes acordos são extremamente comuns e neles as

Vale ainda lembrar que as ações podem, como expressamente previsto pela Lei n. 6.404/76 (art. 39 e 40), ser gravadas com usufruto, penhor, alienação fiduciária e outros ônus reais, assim como locadas ou penhoradas, o que impacta sobre a titularidade do exercício do direito de voto correspondente a tais ações[34], o mesmo ocorrendo no caso de quotas de sociedades limitadas.

Tem-se, portanto, que o direito de voto nas deliberações de uma sociedade pode ser objeto de gravame ou ser voluntariamente alienado pelo sócio, em favor de outros integrantes ou mesmo de terceiros, vedada tal negociação somente quando diretamente orientada para causar prejuízo a terceiros (art. 177 par. 2o do Código Penal)[35].

A facultatividade do voto decorre da simples constatação de que o sócio não é obrigado a comparecer às deliberações sociais ou, em estando presente, manifestar sua vontade em relação ao que se está a deliberar. É direito do sócio abster-se de comparecer à deliberação ou de votar em uma ou mais das matérias alí apresentadas[36].

---

partes se obrigam a votar sempre de maneira uniforme nas Assembleias Gerais.

34 *"O penhor da ação não impede o acionista de exercer o direito de voto; será lícito, todavia, estabelecer, no contrato, que o acionista não poderá, sem consentimento do credor pignoratício, votar em certas deliberações. O credor garantido por alienação fiduciária da ação não poderá exercer o direito de voto; o devedor somente poderá exercê-lo nos termos do contrato. O direito de voto da ação gravada com usufruto, se não for regulado no ato de constituição do gravame, somente poderá ser exercido mediante prévvio acordo entre o proprietário e o usufrutuário."* CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. Pg. 136.

35 Sobre tal debate, confira: RIBEIRO. Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. pgs. 349 a 352.

36 Esta facultatividade de comparecimento ou de voto será, de certo modo, flexibilizada no caso de acordos de acionistas, hipóteses para as quais o art. 118 da Lei n. 6.404/76 prevê as consequências aplicáveis ao

A irrevogabilidade significa a impossibilidade de que o sócio pretenda, após lavrada uma determinada deliberação, alterar o sentido do voto por ele na ocasião manifestado. As deliberações de uma sociedade não podem estar sujeitas a eventuais arrependimentos do sócio. Portanto, uma vez validamente manifestado, o voto não pode ser, quanto ao seu conteúdo, alterado por quem o tenha dado.

Também da necessidade de estabilidade e certeza quanto às deliberações da sociedade decorre a preclusividade do direito de voto, ou seja: o sócio só pode manifestar seu voto até o momento em que a matéria é posta em votação. Passada tal oportunidade, não poderá o sócio que tenha se ausentado ou omitido pretender, posteriormente, fazer constar sua vontade.

O direito de voto é imotivado porque o sócio não é obrigado a apresentar as razões pelas quais opta, em uma determinada matéria, pela aprovação ou não do que está a ser votado. A validade do voto do sócio não depende de sua expressa fundamentação, bastando o "sim" ou "não" do votante.

Por fim, há que se observar que o exercício do direito de voto nas deliberações sociais não é, quanto à sua finalidade, livre. Ao contrário, o sócio deve, sempre, votar no sentido do melhor interesse para a sociedade (Lei n. 6.404/76, art. 115, *caput*), sendo-lhe vedado exercer seu direito de voto para causar dano a outro sócio, a terceiros ou à pessoa jurídica.

A finalidade almejada pelo sócio, quando no exercício de seu direito de voto, é tema que merece mais atenta abordagem, o que se pode fazer a partir da distinção entre o denominado "votante ingênuo" e o "votante

---

sócio que, signatário de tais acordos, se abstém de comparecer ou votar.

estratégico", empregada pela Teoria dos Jogos para a compreensão e análise deste direito[37].

Em Teoria dos Jogos, "votante ingênuo" é aquele que é capaz de, em atenção a um interesse maior, votar contrariamente ao seu interesse pessoal. Já o "votante estratégico" usa o voto sempre no sentido de maximizar seu próprio interesse, escolhendo, dentre as alternativas postas em votação, a que melhor lhe atenda.

A simples leitura do art. 115, *caput* da Lei n. 6.404/76 faz concluir, a princípio, que o acionista – e, por analogia, o sócio em geral - é obrigado a adotar, sempre, a postura "ingênua", já que deve obrigatoriamente votar no interesse da sociedade, ainda que isto contrarie a maximização de seus interesses pessoais. Resta, então, a pergunta: se todos os sócios são obrigados, por lei, a votar no melhor interesse da sociedade, por que há divergência nas votações?

Em outras palavras: se a votação não foi unânime, houve necessariamente, dentre os votantes, quem não tenha orientado seu voto no melhor interesse da sociedade? Por outro lado, necessariamente o melhor interesse da sociedade coincide com a opção que tenha prevalecido entre os votantes?

Deve-se observar, inicialmente, que o sentido do voto dado pelo sócio decorre, em regra, do grau de informação que ele dispõe sobre a matéria em deliberação. Se há assimetria informacional entre os sócios, a divergência no sentido do voto dado por eles pode decorrer da existência, entre os votantes, daqueles que estivessem melhor informados sobre os custos e benefícios de cada alternativa. O sócio mal informado acerca dos custos e benefícios de cada opção de escolha certamente

[37] BIERMAN. H. Scott. FERNANDEZ. Luis. *Teoria dos Jogos*. 2ª edição. Pearson Editora. São Paulo. 2010. Pg. 92.

não dará um voto tão embasado e bem orientado quanto o sócio melhor informado sobre o assunto em votação.

Entretanto, nem por isso se pode questionar a validade do voto dado pelo sócio mal informado. Com o grau de informação de que dispunha, a melhor alternativa, para o atendimento do interesse da sociedade, lhe parecia aquela por ele escolhida. Se, entretanto, ele estivesse, sobre a matéria deliberada, melhor informado, sua escolha teria caminhado em sentido diverso[38].

Reconheça-se, porém, que o sócio mal informado e que, por isso, aprova algo contrário ao melhor interesse da sociedade é, sob o ponto de vista acima apontado, um "votante ingênuo". Ele almejava escolher a melhor alternativa para a sociedade. Não o fez por falta de informação. Seu voto é, sob o prisma do art. 115, *caput* da Lei n. 6.404/76, válido.

Saliente-se ainda que, por falta de informação, muitas vezes a opção prevalente entre os votantes pode não ser aquela que, objetivamente considerada, fosse a mais adequada aos interesses da pessoa jurídica. É dizer: a falta de adequado grau de informação pode acarretar mesmo na aprovação de uma deliberação menos correspondente ao melhor interesse da pessoa jurídica.

Em suma, o que se pretendeu salientar é que o voto dado pelo sócio mal informado é um voto "ingênuo" e não compromete a previsão do art. 115, *caput* da Lei n. 6.404/76, embora possa inclusive acarretar na aprovação de uma medida contrária ao melhor interesse da sociedade.

---

[38] Sancionar o sócio que vota sem o devido grau de informação sobre os custos e benefícios, para a sociedade, de cada uma das alternativas postas em deliberação significaria atribuir aos votantes nas assembleias ou reuniões de sócios o dever de previamente se informarem, o qual não se encontra previsto nem no Código Civil, nem na Lei n. 6.404/76. O sócio tem o direito – não o dever – de se informar sobre as atividades da sociedade.

Resta questionar se a legislação societária brasileira – em especial a Lei n. 6.404/76 – admite a possibilidade do "votante estratégico", ou seja, daquele sócio que, em uma ou mais deliberações, visa prioritariamente a maximização de seus interesses particulares atrelados à matéria em votação.

7 - Voto estratégico, voto conflitante e voto abusivo: caracterizações e efeitos

Para que se possa abordar a validade ou vício do voto "estratégico" é necessário considerar, antes, que a sociedade é composta por um conjunto de pessoas que, embora orientadas para a mesma finalidade – o lucro – não têm, sempre, paralelismo de interesses sobre as matérias a serem por eles deliberadas.

Por outro lado, especialmente as sociedades anônimas abertas são compostas por acionistas com diferentes perfis e objetivos em relação ao investimento por eles realizado[39]. O acionista meramente especulador, o empreendedor ou o de perfil de investidor de longo prazo certamente não têm igualdade de propósitos em relação à sua participação na companhia, o que não compromete a legitimidade de nenhum deles.[40]

---

[39] Esta diversa gama de grupos de interesses organizados – e nem sempre convergentes – que compõe a sociedade – especialmente uma companhia – já era objeto de análise na hoje clássica obra Berle & Means: BERLE. Adolf A. MEANS. Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. Harcourt, Brace & World, Inc. 1932 (edição original). Pg. 112 e segs.

[40] O acionista que investe com a intenção meramente especuladora está, em regra, mais preocupado com o valor de cotação de suas ações. Já o acionista de "longo prazo" – entendido como o que não tem a intenção de negociar rapidamente suas ações – está, a princípio, mais preocupado com a perspectiva de lucratividade e a estabilidade econômica da sociedade.

Esta diferença de intenções em relação ao ganho esperado com a participação na sociedade certamente se reflete no momento em que estes sócios vão deliberar[41]. A aprovação de uma determinada matéria pode ser mais eficiente para o interesse de alguns dos votantes do que para os outros, dependendo do que cada um deles espera de seu investimento na sociedade e das repercussões, em relação a isso, da aprovação ou não do que se está a votar.

Inegável, portanto, que o sócio venha a agir "estrategicamente" em uma determinada votação, sem que isso comprometa a validade do voto por ele dado[42]. Se a aprovação de uma medida específica vai, por exemplo, significar o imediato aumento no valor de cotação das ações – ainda que às custas de uma menor lucratividade ao final do exercício social – não se pode exigir que o acionista

---

Embora esta seja uma evidente simplificação de uma realidade bem mais complexa – os perfis e intenções dos acionistas em relação à companhia – ela serve para ilustrar o que, no presente caso, é essencial: demonstrar que não se pode pressupor ou exigir que os acionistas – e sócios em geral – tenham, em relação à sua participação na sociedade, exatamente os mesmos objetivos, razão pela qual uma determinada medida por ser eficiente para o interesse de alguns e ineficiente para o interesse de outros.

41 *"We must begin by making a fundamental assumption about how individuals make choices: individuals are rational in the sense that they consistently prefer outcomes with higher payoffs to thos with lower payoffs. We express payoffs in dollars, but this is not necessary"*. BAIRD. Douglas G. GERTNER. Robert H. PICKER. Randal C. *Game Theory and Law*. Harvard University Press. Cambridge. 1994. Pg. 11.

42 Votante estratégico é o que sempre vota de modo a obter o melhor resultado possível, dadas as informações de que dispõe, as regras de votação e como crê que os outros votantes se comportarão. "*O benefício esperado de votar estrategicamente em vez de honestamente depende em parte da probabilidade de o voto de uma pessoa influenciar o resultado de uma eleição*". BIERMAN. H. Scott. FERNANDEZ. Luis. *Teoria dos Jogos*. 2ª edição. Pearson Editora. São Paulo. 2010. Pg. 95.

especulador abdique desta escolha, afrontando a razão pela qual decidiu participar da companhia[43].

Entretanto, há dois limites ao "voto estratégico" do sócio, os quais são tratados pela Lei n. 6.404/76 e pela doutrina como o voto conflitante e o voto abusivo, ambos legalmente inválidos e suscetíveis de serem sancionados.

O voto conflitante é aquele dado quando o ganho do votante representa necessaria e inevitavelmente uma perda para a companhia[44]. O interesse do sócio está diretamente oposto ao da sociedade – conflito de interesses - e o ganho de um representa e decorre, em igual proporção, da perda do outro, em um *jogo de soma zero* ou não cooperativo[45].

No voto conflitante, o ganho do sócio decorrerá diretamente do prejuízo da sociedade, ainda que o votante não tenha a intenção – dolo - de prejudicar a pessoa jurídica, outro sócio ou terceiros. O sócio colocado nesta situação está entre causar prejuízo a sí mesmo ou à sociedade, razão pela qual não poderá deliberar.

Sobre o voto dado em conflito de interesses é constante o debate entre aqueles que entendem que tal situação é inevitavelmente viciada e os que condicionam a

---

43 O mesmo se pode concluir, em sentido diverso, do voto dado, por exemplo, pelo sócio controlador que, pensando na estabilidade financeira da sociedade, aprova uma medida que provoque uma queda repentina no preço de negociação das ações da companhia.

44 O par. 1º do art. 115 da Lei n. 6.404/76 enumera hipóteses nas quais há, de forma objetiva e inegável, esta direta contraposição entre o interesse do sócio e o da sociedade. Trata-se de enumeração taxativa,

45 O "jogo de soma zero" é, em síntese, representado por uma determinada situação na qual o ganho de um dos participantes é exatamente a perda do outro envolvido. MYERSON. Roger B. *Game Theory: Analysis of conflict*. Harvard University Press. Cambridge. 1991. Pg. 37 e segs.

anulabilidade deste voto à demonstração de efetivo prejuízo à sociedade, aos demais sócios ou a terceiros[46].

Não se mostra eficiente condicionar, no voto conflitante, sua anulabilidade à prova de efetivo dano. Este prejuízo é, como se procurou demonstrar, legalmente presumido, dada a realidade objetiva e inevitável de contraposição entre o interesse do sócio votante e o da sociedade. Condicionar a invalidação do voto dado em conflito de interesses à prova do prejuízo por ele causado significaria impor à sociedade, aos sócios ou a terceiros os custos da comprovação e anulação de um ato cuja prática é, *ex ante*, sancionada pela lei.

O voto abusivo é, por sua vez, aquele no qual o sócio tem a intenção precípua de causar dano à sociedade, a outro sócio ou a terceiros. O voto é, neste caso, utilizado como forma de prejudicar outrem, e não como meio para maximizar legítimos interesses do sócio votante.

Contrariamente ao que se viu no voto conflitante, o voto abusivo exige, para sua invalidação, a prova de que foi dolosamente manifestado para prejudicar outrem, além da demonstração de que este prejuízo efetivamente foi causado (art. 115, *caput* da Lei n. 6.404/76).

A objetividade do voto conflitante – posto que suas hipóteses se encontram legalmente enumeradas – permite que a Assembleia Geral de Acionistas, uma vez provocada pela mesa que preside os trabalhos, desconsidere o voto dado em conflito de interesses, suspendendo o direito do acionista que assim venha a agir (art. 120 da Lei n. 6.404/76).

---

[46] *"A doutrina, ao tratar do voto conflitante, faz uma distinção entre o conflito formal e o conflito substancial de interesses. No primeiro caso, presume-se o abuso pela situação de fato e, por isso, veda-se previamente o exercício do direito de voto. Já no segundo caso, não se presume o abuso e, por isso, o voto não é vedado previamente., mas deve ser feita uma análise a posteriori caso a caso para verificar a existência ou não do abuso".* TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial. Vol. I.* 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2016. Pg. 535.

Já no caso de voto abusivo, é necessário, como se viu, demonstrar a ação dolosa do sócio e o efetivo prejuízo decorrente de seu voto, o que somente poderá ser feito posteriormente, através de ação judicial ou arbitral própria[47].

Resta demonstrado, portanto, que o sócio pode utilizar seu direito de voto nas deliberações sociais de forma a maximizar legítimos interesses particulares, sem que isto implique no comprometimento da validade de sua conduta.

O voto somente é anulável quando dado nas taxativas hipóteses legais de conflito de interesses ou quando tem a orientação direta não de dolosamente causar prejuízo aos demais sócios, à sociedade ou a terceiros.

[47] BOTREL. Sérgio. A mesa das assembleias gerais das S.A. (in) BOTREL. Sérgio (Coord.). *Direito Societário – Análise crítica*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2012. Pg. 29.

CAPÍTULO VIII

Controle societário: caracterização e modalidades no direito brasileiro

1 – Poder de controle societário

O controle sobre os atos e a gestão das sociedades em geral - e da sociedade anônima em particular - é tema de fundamental importância, dada a sua essencial interferência - e muitas vezes conflito - em relação a interesses alheios ao titular de tal poder.

A Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76) se preocupou sobremaneira com a fenômeno do controle societário e, além disso, procurou fixar limites e responsabilidades decorrentes de seu exercício[1].

Ressalte-se, porém, que o tema, naturalmente complexo, ainda aparece envolto em dúvidas, geradas pelas inevitáveis lacunas que o legislador deixou ao disciplinar tão importante aspecto.

O primeiro passo na abordagem do assunto é a conceituação de termos como "poder de controle societário" e "controle societário" procurando, na medida do possível, separar-lhes das noções de "controlador" e "sócio controlador", também de vital importância para o desenvolvimento satisfatório de trabalho que verse sobre esta matéria.

---

[1] O art. 117 da Lei n. 6.404/76 prevê e sanciona, com a obrigação de indenizar os prejuízos causados, modalidades de exercício abusivo do controle societário, o qual se pretende, sempre, empregado para fazer a sociedade cumprir seu objeto e função social (art. 116 par. único Lei n. 6.404/76).

2 - Controle societário e controlador - conceito, distinções e fundamentos

É inerente ao termo controle, sob qualquer aspecto, a referência à ideia de dominação, de poder, de interferência sobre a esfera decisória alheia[2]. Deste modo, a palavra controle, em direito societário, encontra-se estreitamente ligada à dominação, à imposição da vontade própria a outrem.

Assim, aquele que controla algo ou outrem impõe sua vontade à conduta deste último. Quem controla uma sociedade impõe sua vontade aos atos deste ente jurídico. A sociedade age de acordo com a vontade daquele que sobre ela exerce o controle.

Diante disso, é correto afirmar que o controle configura mais uma noção de fato do que de direito. O controle é um fato, não um poder. Não há controle que exista apenas em abstrato ou em potência. É com base nesta constatação que se pode distinguir os conceitos de controle e poder de controle.

Poder de controle é o controle em potência. Quem tem o poder de controle sobre algo ou alguém tem a faculdade de impor sua vontade à conduta deste último. Porém, nem sempre esta faculdade é, de fato, posta em

---

[2] *"Ora, a evolução semântica, em português, foi influenciada tanto pelo francês como pelo inglês, de tal sorte que a palavra 'controle' passou a significar, correntemente, não só vigilância, verificação, fiscalização, como ato ou poder de dominar, regular, guiar ou restringir. (...)*

No entanto, a influência inglesa faz sentir-se, hoje, de modo preponderante, nesse particular, e, aos poucos, as nossas leis passam a usar 'controle' sobretudo no sentido forte de dominação, ou na acepção mais atenuada de disciplina ou regulação." COMPARATO. Fábio Konder. FILHO. Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2008. Pg. 29.

prática. Ter poder de controle é ter a faculdade de controlar. O controle societário somente existe se esta faculdade é realizada, colocada em prática pelo titular deste poder.

Há controle societário quando de fato - e não apenas em potência - uma pessoa ou grupo de pessoas físicas ou jurídicas[3] fazem com que os atos de determinada sociedade se realizem de acordo com sua vontade.

Quem impõe efetivamente sua vontade aos atos da sociedade não pode ser tratado e/ou conceituado da mesma forma que aquele ou aqueles que têm a faculdade (o poder) de impor sua vontade ao ente societário, mas, de fato, não o fazem. Na primeira situação há controle societário; na segunda há poder de controle ou controle em potência, a faculdade de controlar.

Há um vínculo direto e exclusivo entre o que a sociedade (pessoa jurídica) irá fazer e a vontade dos titulares do controle societário.

Controlador, por sua vez, é a pessoa ou grupo de pessoas físicas ou jurídicas – ou entes capazes de serem titulares de direitos de sócio - que exercem o controle sobre determinada sociedade. O controle societário é sempre exercido por alguém. É a esta pessoa ou grupo que se denomina controlador.

A Lei n.6.404/76 optou por se referir não aos atos de controle societário em si, mas à pessoa ou grupo que os pratica. Neste sentido o seu art. 116 define o que é acionista controlador e não o que sejam os atos por ele praticados (controle societário).

Entretanto é possível, com base no texto do art. 116 da Lei n. 6.404/76, elencar quais sejam os atos que, se

[3] É mesmo possível admitir-se, como titulares do poder de controle, entidades sem personalidade jurídica, mas capazes de, por exemplo, exercerem direitos de sócios numa companhia. É o caso dos já analisados fundos de investimento.

praticados, exprimem, no direito brasileiro, a existência do controle societário.

Se a norma em tela dispõe que o acionista controlador é a pessoa ou grupo que detém a maioria dos votos na assembleia geral e elege a maioria dos administradores da sociedade, há que se concluir que o controle societário – atos característicos e exclusivos do acionista controlador - consiste, basicamente, em eleger a maioria dos administradores da sociedade e deter a maioria dos votos nas assembleias gerais[4].

Deste modo, os atos de controle societário se corporificam pela imposição, de fato e de forma exclusiva, da vontade do controlador sobre a maioria dos votos na assembleia geral de acionistas e sobre a eleição da maioria dos administradores da sociedade.[5]

O controle societário, por sua vez, pode se fundar - e mesmo se legitimar - em diferentes bases, cada uma decorrente do exercício de poder sobre a sociedade controlada. São eles:

---

[4] O art. 1.098 do Código Civil também contém definição do que sejam os atos caracterizadores do controle societário, e vai no mesmo sentido da Lei n. 6.404/76: o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade e a titularidade da maioria dos votos na assembleia ou reunião de quotistas.

No mesmo sentido vai ainda o art. 243 par. 2º da Lei n. 6.404/76, que se vale dos mesmos critérios para definir o que se considera, legalmente, uma sociedade controladora de outra.

[5] *"O exercício do poder do acionista controlador* [poder de controle em exercício, de fato] *pode revestir formas diversas, embora não excludentes, e se manifesta através de diferentes espécies de atos: (a) nas matérias de competência privativa da Assembleia Geral, ou submetidas à sua deliberação, sob a forma de voto; (b) se o acionista controlador cumula suas funções com as de administrador, sob forma de atos de administração; e (c) ainda que não administrador eleito, sob forma de ordens aos órgãos de administração e fiscalização".* LAMY FILHO. Alfredo e PEDREIRA. José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* Ed. Renovar. Rio de Janeiro. pg. 235

. Poder político: se manifesta, em se tratando de sociedades, nas Assembleias Gerais de sócios/acionistas. É o poder que determinadas entidades[6] ou pessoas - acionistas e sócios em geral - têm de, calcados em sua participação no capital social, tomar parte nas deliberações sobre os atos da sociedade.

. Poder administrativo: Se é correto afirmar que a vontade social se exprime por meio das deliberações dos sócios, não é menos verdade que a execução das decisões ali tomadas fica a cargo dos órgãos administrativos.

É comum, nas companhias, que a pessoa ou grupo que detenha o poder político também exerça o poder administrativo, participando diretamente dos órgãos gestores.

Por outro lado, há hipóteses nas quais as pessoas que detém o poder político na sociedade - os sócios - não são as mesmas que possuem o poder administrativo, como integrantes dos órgãos de gestão.

Em situações como estas, nas quais há, na sociedade, cisão entre o poder político e o poder administrativo, pode ocorrer que os atos de controle societário sejam exercidos direta e unilateralmente pelos administradores e não pelos sócios, o que configura o controle administrativo.

. Poder Jurídico: decorrente de uma cláusula contratual na qual a sociedade, através de seus representantes, confere a uma outra pessoa ou grupo o poder de exercer, em relação a ela, os atos de controle societário.[7]

---

[6] Utiliza-se aqui esta expressão para abarcar os entes despersonalizados capazes de serem titulares de direitos de sócio numa sociedade, como os fundos de investimento.

[7] É a hipótese que Fábio Konder Comparato chama de controle contratual. *"A influência dominante é presumida, como se viu, quando há participação majoritária de uma empresa em outra. Mas ela pode também exercer-se fora de qualquer participação societária de capital, notadamente pela via contratual.*

. Poder econômico: Nesta situação a sociedade, em virtude de necessidades de ordem econômico-financeira, transfere, de fato, o poder de controle a outrem, que vem a exercê-lo.

A pessoa jurídica passa a se submeter às decisões tomadas por seus credores, e os órgãos sociais tornam-se meros homologadores – no caso da Assembleia de sócios – ou executores – os órgãos administrativos – da vontade manifestada pelos credores.[8]

Visto que o controle societário pode se fundar em diferentes elementos, cumpre diferenciar entre as figuras do controlador e do sócio controlador.

3 - Os conceitos de sócio majoritário, sócio controlador e do controlador no direito brasileiro

É correto afirmar, com base no texto do art. 116 da Lei n. 6.404/76, que a definição de acionista controlador da sociedade anônima não equivale à de acionista majoritário, entendido este último como o titular da maioria (50% mais uma) das ações votantes da companhia.

A abordagem do conceito legal - art. 116 da Lei n. 6.404/76 - de acionista controlador permite afirmar que seus requisitos cumulativos são:

O direito societário alemão, de resto, consagra desde a Lei de 1937 tipos especiais de contratos entre empresas (chamados justamente Unternehmensvertrage*), regulando a subordinação jurídica de uma à outra"* COMPARATO. Fábio Konder. *Direito Empresarial*. 1ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 1995. Pg. 276.

[8] "*Há, assim, em primeiro lugar, toda uma série de hipóteses em que o controle externo resulta de uma situação de endividamento da sociedade. Em razão do seu direito de crédito, cuja execução forçada pode levar a companhia à falência, o credor passa, muitas vezes, a dominar a devedora, comandando a sua exploração empresarial."* COMPARATO. Fábio Konder. FILHO. Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2008Pg. 90/91.

a) Trata-se de pessoa natural, pessoa jurídica, grupo de pessoas físicas e/ou jurídicas vinculadas por acordo sobre o exercício do direito de voto ou ente despersonificado capaz de exercer direitos de sócio e participar de acordo sobre o exercício destes direitos (como no caso dos fundos de investimento);

b) é titular de direitos de sócios na companhia;

c) tem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral de acionistas e detém, também de maneira permanente, o poder de eleger a maioria dos administradores da sociedade[9];

d) por fim, acionista controlador é aquele que usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e para orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Constata-se então que a figura do acionista controlador, no direito brasileiro, se define por requisitos de ordem objetiva (art. 116, a da Lei n. 6404/76) e também por um requisito de ordem subjetiva (art. 116, b), este último vinculado à vontade, ao *animus* do acionista[10].

Ao dizer que só há acionista controlador quando houver efetivo exercício do poder sobre a administração e

---

[9] De particular dubiedade é a referência que este item da legislação faz à ideia de permanência como elemento inerente ao conceito legal de acionista controlador. O que pretende esta norma com a expressão "modo permanente"? Como quantificar este elemento de notória fluidez e subjetivismo, tendo em vista que a noção de "modo permanente" ou de "permanência" varia enormemente de pessoa para pessoa?

[10] "*Não podemos deixar de observar, neste ponto, que o conceito de 'acionista controlador, explicitado na lei (art. 116) não se contenta com a titularidade de direitos de sócio que assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Para caracterizar o conceito de acionista controlador, a lei exige um segundo requisito mais subjetivo, que consiste no fato de se usar efetivamente esse poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia (art. 116, b).*" CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro.* Ed. Forense. Rio de Janeiro. Pg. 12.

as deliberações sociais, esta disposição da Lei n. 6.404/76 reflete a mencionada separação entre poder de controle (ou controle em potência) e controle societário, pois, como se viu, a faculdade de impor sua vontade à sociedade não se confunde com sua efetiva imposição.

É também possível afirmar, por outro lado, que o acionista majoritário detém, ao menos de forma potencial, o poder de controle, já que somente ele preenche os requisitos objetivos do art. 116 da Lei n. 6.404/76.

Conclui-se então que o acionista majoritário só não é o acionista controlador, nos termos do art. 116 da lei n. 6. 404/76, quando não "usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia", requisito este dependente de sua vontade. Portanto, o acionista majoritário só não será também controlador quando não quiser, não tiver a vontade de usar efetivamente seu poder de influência (poder de controle) sobre a companhia.

Nas hipóteses em que o acionista majoritário decide não exercer o controle societário[11], é claro que outra pessoa ou grupo irá ocupar tal posição, ainda que, por óbvio, não preencha todos os requisitos objetivos do art. 116 da Lei n. 6.404/76.

Trata-se, por exemplo, do chamado "controle minoritário" - exercido por acionista ou grupo desprovido da maioria das ações votantes - e do "controle externo", em suas diferentes modalidades.

Deste modo, sócio controlador é uma espécie de controlador. É aquele controlador que exerce o controle societário em virtude de seu poder político na sociedade.

[11] Fundamental salientar também que há companhias cujo capital social está pulverizado na titularidade de diferentes acionistas, de modo que simplesmente não há uma pessoa ou grupo organizado que seja detentor de mais da metade das ações votantes. Uma sociedade com esta distribuição de capital é, sem dúvida, uma sociedade sem sócio majoritário. Não é, entretanto, uma sociedade sem controlador.

Em outras palavras, é aquela entidade, pessoa física ou jurídica - ou grupo de pessoas físicas ou jurídicas unidas por acordo - que exerce, em virtude de sua titularidade sobre o capital social, atos de controle em uma sociedade.

Já o termo controlador abarca não apenas aquele que assim se configura por deter participação no capital social, mas também aqueles que, em decorrência de poder de outra natureza – seja econômica, jurídica ou administrativa, como visto – impõem sua vontade aos atos praticados pela sociedade.

Pode-se, portanto, afirmar que em qualquer sociedade há o fenômeno do controle societário. Em todas as sociedades há uma entidade, pessoa ou grupo de pessoas que exerce este controle – e assim se configura como controlador.

Entretanto, nem sempre o controlador exerce o controle com base no poder político sobre a sociedade, consubstanciado, como já salientado, na participação no capital social. Por este motivo, nem toda sociedade apresenta um sócio controlador.

Uma sociedade na qual, por exemplo, os atos de controle se fundem em cláusula contratual e sejam exercidos por pessoa alheia aos quadros sociais, não tem sócio controlador. Tem, de fato, controle societário e controlador. Este, porém, não preenche os requisitos legais para ser considerado sócio/acionista controlador, tendo em vista que seu controle se funda em outros elementos que não a participação sobre o capital social.

4 - O controle exercido por sócios da sociedade - controle interno

4. 1 - Controle majoritário

É sabido que as deliberações nas sociedades brasileiras, quer se trate da Sociedade Limitada ou da

Sociedade Anônima, se pauta pela maioria do capital votante, e não no número de sócios.

Assim, as noções de maioria e minoria societária se definem tendo por referência o poder político na sociedade. Sócio(s) majoritário(s) e sócio(s) minoritário(s) são situações que se exprimem pela participação no capital votante da sociedade.

Desta forma, sócio majoritário é a entidade, pessoa física, jurídica ou grupo unido por acordo que detém, sozinho, mais de 50% do capital social votante da companhia. É (ou são) o(s) titular(es) de mais da metade do capital social, situação política que os habilita, regra geral, a aprovar, sozinhos, as deliberações assembleares e a eleger a maioria dos administradores da sociedade.

Por exclusão, sócios minoritários são todos aqueles que detém, em conjunto, menos de 50% do capital social votante. São, ao menos em regra, sócios incapazes de, sozinhos, imporem uma deliberação à sociedade, bem como de eleger a maioria dos seus administradores.

Fique claro, porém, que o conceito de sócio majoritário não se confunde com o de sócio controlador, pois somente quando o sócio majoritário preenche os já tratados requisitos do art. 116 da Lei n. 6.404/76 é que ele se torna, de fato e de direito, sócio controlador.

Quem tem a maioria do capital social votante mas não exerce efetivamente o seu poder sobre a assembleia de sócios é sócio majoritário, mas não é controlador[12], ou seja, tem o poder de controle, mas não o controle societário.

Conclui-se, portanto, que uma sociedade apresenta controle majoritário quando o controle societário é exercido por um sócio (ou grupo unido por acordo) que detém, sozinho, mais de 50% das ações votantes.

---

[12] BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário.* 14ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 314.

Neste caso, a mesma pessoa ou grupo que se define como controlador - e, além disso, como sócio controlador - é também aquela que detém a maioria das ações ou quotas votantes.

4. 2 - Controle minoritário

Acionista (ou sócio) majoritário é aquele que detém 50% (cinquenta por cento) mais uma das ações votantes da companhia. É correto afirmar que esta entidade, pessoa ou grupo unido por acordo tem, sempre, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia. Tal poder é inerente a esta entidade, pessoa ou grupo, posto decorrer diretamente do número de ações do qual é titular.

Acionista (ou sócio) minoritário, por outro lado - e por exclusão ao conceito de acionista (ou sócio) majoritário - é aquele que não tem, de forma permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia.

Vale ressaltar, porém, que o fato de os sócios minoritários não deterem, de forma permanente, o citado poder, não significa que eles não venham a praticar atos de controle.

É possível que mesmo desprovidos de maior parcela do poder político, a minoria societária consiga impor unilateral e exclusivamente sua vontade aos atos da sociedade, tornando-se, de fato, a controladora do empreendimento.

Há duas principais circunstâncias nas quais se verifica o controle minoritário:

a) quando o sócio majoritário não exerce seu poder de controle (seu controle em potência, decorrente de sua prevalência sobre o capital social), deixando margem para que outros o façam;

b) quando o capital da sociedade está de tal forma pulverizado entre inúmeros sócios que não há uma única entidade, pessoa ou grupo unido por acordo capaz de totalizar mais de 50% do capital votante.

Neste caso, ou o quórum deliberativo da sociedade é - devido à já mencionada pulverização - pequeno o suficiente para admitir que uma matéria seja aprovada por sócios que detenham menos de metade das ações votantes ou há o emprego, pela minoria societária, de procurações.[13]

4. 3 - Controle conjunto e controle indireto

O controle conjunto é aquele exercido por mais de uma entidade, pessoa física ou jurídica unidas por acordo de vontades, enquanto o denominado controle indireto se dá quando exercido por duas ou mais pessoas jurídicas controladas, elas próprias, por uma mesma pessoa.

Há, portanto, entre estas duas modalidades de controle, um ponto em comum, corporificado no fato de o controle societário ser exercido, tanto no caso do conjunto quando do indireto, por duas ou mais pessoas.

Diferem-se, entretanto, o controle conjunto do controle indireto pois, no primeiro caso, as duas ou mais entidades ou pessoas físicas ou jurídicas controladoras estão unidas por um vínculo de natureza jurídica (um acordo de vontades), enquanto no segundo caso as entidades ou pessoas jurídicas estão entre si atreladas por

---

13 *"Em geral, o controle minoritário - reproduzindo a observação de Berle e Means repousa na habilidade dos minoritários de atraírem os acionistas dispersos para deles obterem procurações que lhes assegura maioria nas deliberações da assembléia geral. O mesmo ocorre com o chamado controle gerencial, em que a posição do mandatário é desempenhada pelos administradores com participações mínimas, e, até, sem participação na sociedade."* LAMY FILHO. Alfredo e BULHÕES PEDREIRA. José Luis. *A Lei das S.A ... Vol. II.* Ob. Cit. Pg. 196

um vínculo de fato, já que ambas são controladas por uma mesma pessoa.[14]

O vínculo jurídico entre duas ou mais pessoas controladoras de uma sociedade surge, normalmente, na forma de um acordo de acionistas. Este contrato parassocial[15] encontra-se tipificado no art. 118 da Lei n. 6.404/76 e é utilizado para diversas finalidades, normalmente ligadas à disposição sobre o exercício do direito de voto pelos acionistas que a ele se integrem.

Já a alusão ao controle indireto, exercido por duas ou mais pessoas jurídicas controladas, todas, por uma terceira, remete à noção de Sociedade *Holding* de 2º grau.

Sociedade *holding* de 2º grau é a sociedade controladora de uma ou mais sociedades que, por sua vez, são controladoras de outras. É, em síntese, a sociedade controladora das controladoras[16].

Quando o controle sobre uma sociedade é exercido por duas ou mais sociedades e estas, por sua vez, são controladas por uma única (a holding de 2º grau) está configurado, em relação à primeira delas, a hipótese de controle indireto.

---

14 *"Em relação à sociedade de que participam diversos acionistas submetidos a controle comum, o respectivo controlador exercerá, verdadeiramente,* ***controle indireto****, através de sociedades-meio, de caráter puramente instrumental.*" TEIXEIRA. Egberto Lacerda e GUERREIRO. José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro.* Ed. José Bushatsky. São Paulo. 1979. Pg. 295.

15 BARBI FILHO. Celso. *Acordo de Acionistas*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 1993. Pg. 69.

16 O art. 243 da Lei 6. 404/76 admite expressamente a figura da sociedade *holding* de 2º grau ao definir sociedade controlada como sendo *"(...) a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de 'socio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores."*

Vejamos um exemplo: O controle da sociedade A é exercido, em conjunto, pelas sociedades B e C, as quais, por sua vez, são controladas pela sociedade D. Aqui é possível afirmar que o controle da sociedade A é um exemplo de controle indireto.

5 - O controle externo: sua definição e tratamento no direito brasileiro

Apresentadas que foram as modalidades de controle societário fundadas no poder político - participação no capital social – é necessário cuidar das formas de exercício do controle societário por pessoas que não têm a condição de sócio da sociedade controlada.

5. 1 - Controle gerencial

Controle gerencial é a modalidade de controle societário exercida pelos administradores do empreendimento, em sociedades marcadas pela pulverização do seu capital social e, por consequência, pela inexistência de um acionista ou grupo majoritário.

Não se deve confundir esta modalidade de controle societário com hipótese similar (e muito mais comum) na qual o controle é exercido por acionistas - majoritários ou mesmo minoritários - que, além disso, também exercem cargos administrativos.

Para entender o controle gerencial é necessário, antes, remeter à separação entre três diferentes elementos integrantes de qualquer ente societário: o controle, a propriedade e a administração.

Como visto, o controle societário é a imposição, de fato, de uma vontade aos atos praticados pela sociedade. O controle societário é exercido pelo controlador, que orienta as atividades sociais segundo sua vontade.

A propriedade sobre o patrimônio social, por sua vez, pertence aos sócios e orienta-se de acordo com a participação de cada um deles no capital social. Os sócios da sociedade são os titulares das frações ideais que constituem e representam parcelas do capital social. Aqui prevalecem os conceitos de maioria e minoria societária, os quais tomarão como referência, sempre, a titularidade sobre o capital da sociedade.

Por fim, tem-se a administração, que, como elemento integrante da concepção de sociedade personalizada, constitui-se no poder de condução e representação do organismo criado.

É comum, especialmente em sociedades familiares ou fechadas, que uma mesma pessoa ou grupo detenha o controle societário, a maioria da propriedade sobre o capital social e também ocupe os cargos de administração.

Esta não é uma hipótese de controle gerencial, pois, neste caso, o controle se funda não sobre o poder que este controlador tem sobre a administração da sociedade, mas sobre a sua participação no capital social. Trata-se, na verdade, de modalidade de controle interno (seja ele majoritário ou minoritário).

Haverá controle gerencial quando os titulares da administração e não os titulares da propriedade sobre o capital social exercerem o controle societário.

Uma sociedade está sob controle gerencial quando os administradores - e não seus sócios, sejam eles majoritários ou minoritários - impõem unilateralmente sua vontade aos atos da sociedade. A vontade que orienta os rumos do empreendimento é única e exclusivamente dos administradores.

Para que se possa falar em controle gerencial é necessário que:

1) os titulares da administração social não sejam também os titulares de partes significativas do capital social - distinção administração/ propriedade do capital;

2) os titulares do capital social estejam de tal forma afastados dos negócios sociais que sequer compareçam pessoalmente às deliberações da sociedade, delegando – através de procurações - este poder aos administradores;

3) os administradores, dotados da capacidade de deliberação, assumam não apenas a gerência das atividades sociais, mas também a tomada de todas as decisões a respeito.

Assim, o exercício desta modalidade de controle assenta-se não só sobre o poder de administração, mas também sobre um mecanismo eficaz de representação dos sócios nas assembleias[17].

5. 2 - Controle econômico

Nesta modalidade de controle o fundamento é exclusivamente – ou predominantemente - de ordem econômica. A sociedade e aquele que, até o momento, exercia sobre ela o controle estão em posição de tal dependência econômica perante outrem que permitem que esta pessoa ou grupo imponha sua vontade aos atos de deliberação e gestão da pessoa jurídica.

Aqui, a pessoa ou grupo que impõe sua vontade à sociedade está vinculada a ela por uma relação de natureza creditícia. O controle societário será exercido, de fato, por credor ou credores da sociedade.

Saliente-se uma vez mais que controle societário, como foi aqui dito e repetido, é uma noção de fato, não de direito. Esta conclusão, aplicada à modalidade em estudo, permite afirmar que, no controle econômico, há um "controlador" de direito - que, na verdade, nada controla -

---

[17] Ressalve-se, entretanto, o fato de que o administrador que for mandatário de acionista não poderá representá-lo na votação dos documentos da administração (art. 133 e 134, par. 1º da Lei n. 6. 404/76).

e um controlador de fato, o qual, na realidade, é o único, pois somente ele orienta, de fato, as atividades sociais.

No controle econômico os atos da sociedade são, de direito, executados de acordo com a vontade ou dos administradores ou de um grupo de sócios unidos por acordo, ou de um sócio majoritário ou, por fim, de um sócio minoritário.

Estes, porém, são "controladores de direito" e não de fato, uma vez que a vontade por eles exarada limita-se a corroborar os desejos manifestados pelo credor ou credores e verdadeiros controladores da sociedade.

Quem controla tem poder de fato, não de direito. Neste caso, portanto não são os administradores ou sócios que impõem sua vontade aos atos societários e sim o(s) credor(es).

5. 3 - Controle contratual

Trata-se de mais uma modalidade de controle externo da sociedade, nas quais as deliberações e a administração social se efetuam de acordo com a vontade exclusiva de uma pessoa ou grupo alheio ao capital da sociedade.

Assim como no caso do controle econômico, estará presente nesta situação um controlador "de direito" (sócio ou sócios majoritários ou minoritários), que se limitará a usar seu poder político sobre a sociedade de acordo com a vontade de uma pessoa ou grupo alheio ao quadro de sócios, mas que, de fato, será o único a impor sua vontade aos atos realizados pela pessoa jurídica.

Esta pessoa ou grupo unido por acordo extrairá sua ingerência sobre os "controladores de direito" - e, via de consequência, também sobre a sociedade - de um vínculo não mais de natureza creditícia, como no controle econômico, mas de natureza jurídica, representado por uma cláusula contratual.

Ao firmarem entre si um contrato de parceria empresarial, por exemplo, duas ou mais sociedades podem acordar que os atos de controle referentes a uma ou mais dentre as participantes serão praticados de acordo com a vontade exclusiva de outra das sociedades contratantes. Ocorrerá, por assim dizer, uma "transferência contratual" do controle societário.

O controle societário, configurado pela imposição unilateral de vontade aos atos da sociedade controlada, pode embasar-se sobre diferentes fundamentos, sejam eles de ordem política (participação no capital social), econômica (existência de créditos contra a sociedade controlada), administrativa (ocupação dos órgão de gestão) e, por fim, jurídico (estabelecimento mediante acordo de vontades firmado entre o antigo e o novo detentor do controle, através do qual aquele se compromete a exercer seu poder de controle de acordo com as orientações do segundo).

Se um acionista (ou sócio em geral) controlador firma contrato mediante o qual se obriga a exercer seu poder de controle segundo as orientações do outro contratante este acionista não mais pode ser chamado de controlador, pois a vontade que orienta os atos da sociedade não mais será a dele, mas a do outro contratante, que a impõe devido ao contrato firmado.

6 – As modificações no poder de controle decorrentes de compra e venda de ações

Já foi demonstrado que o poder de controle não se confunde necessariamente com o seu efetivo exercício sobre a sociedade. O poder de controle societário é decorrente, sempre, da titularidade sobre o capital social, enquanto o efetivo uso deste poder advém, nos citados

casos de controle externo sobre a sociedade, de fundamentos administrativos, econômicos ou jurídicos.

O poder de controle, decorrente da titularidade sobre o capital social, pode ser alienado[18], o que se faz, nos casos de controle externo da companhia, aos administradores (por meio da concessão de procurações), aos credores (em virtude do endividamento da sociedade) ou a parceiros comerciais (mediante cláusulas contratuais).

Nestas hipóteses, os titulares do capital social mantêm a sua propriedade sobre as ações da companhia, mas transferem a terceiros o poder de impor sua vontade aos atos da sociedade, sejam estes terceiros os administradores, os credores ou parceiros comerciais.

Porém, a mais evidente forma de alienar o poder de controle sobre uma sociedade está na transferência da titularidade sobre as próprias ações componentes do capital social. Neste caso, o adquirente destas ações vai se tornar, como exigido pelo art. 116 da Lei n. 6.404/76, o acionista controlador da companhia, já que terá o poder de maioria na eleição dos administradores e nas deliberações da assembleia geral.

A transferência do poder de controle sobre a sociedade decorre, nestes casos, da alienação das próprias ações da companhia e não apenas do poder de decidir sobre as atividades sociais, como nos casos de controle externo da sociedade. Além disso, nestes casos o quadro de sócios se modifica ou, pelo menos, a estrutura interna de divisão do capital social será alterada.

Assim, é muito comum que alguém queira adquirir ações de uma companhia em número suficiente para eleger

---

[18] Em clássico estudo sobre o tema, Henry Manne fala em "Market for corporate control" – em tradução aproximada, mercado para o controle societário – de forma a identificar as diferentes modalidades de alienação do poder decisório na sociedade. MANNE. Henry. G. *Mergers and the Market for Corporate Control.* The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

a maioria dos seus administradores e prevalecer sua vontade nas deliberações da assembleia geral, tornando-se, nos citados termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, o seu acionista controlador.

Por outro lado, ações são, especialmente em companhia abertas, bens de livre negociação, o que autoriza seus titulares a aliená-las a quem quiserem, no momento e preço que lhes forem convenientes. É essa a premissa básica do mercado de valores mobiliários.

O mercado de compra e venda de ações para transferência de controle societário envolve, em princípio, três polos distintos de interesses a serem mais diretamente considerados como relevantes na operação[19].

O primeiro destes polos de interesses refere-se à pessoa, grupo, fundo de investimento ou universalidade de direitos que pretende adquirir ações da companhia em quantidade suficiente para sobre ela ter o poder de controle, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76. A esta pessoa, grupo, fundo de investimento ou universalidade chama-se de ofertante (nos termos do art. 3º, V, da Instrução CVM n. 361).

O segundo núcleo de interesses é formado pelos acionistas da companhia cujo controle o ofertante deseja

---

[19] A menção específica aos polos de interesses descritos não exclui a existência de outros grupos ou pessoas a serem tutelados. Uma operação de transferência de controle sobre uma sociedade gera diversas externalidades – positivas e negativas – que podem alcançar, por exemplo, os empregados da companhia, seus fornecedores, credores, concorrentes e, mesmo, o mercado em geral.

A opção por esses três polos principais se justifica pois, sob o aspecto eminentemente societário, são a eles – e seus possíveis conflitos – que se dirige a regulação legal. Outros grupos são tutelados juridicamente por mecanismos ou regimes específicos. É o caso, por exemplo, do mercado, cuja concorrência pode ser comprometida em uma operação como a aqui descrita. Para isso se disciplina as regras e organizações de proteção, consolidadas na Lei n. 12.529/2011.

adquirir, a chamada companhia alvo (ou, como prefere o art. 3º da Instrução n. 361 CVM, companhia objeto). Os sócios da companhia alvo são os titulares das ações almejadas pelo ofertante, ao menos em número suficiente para que ele possa assumir o controle sobre a sociedade.

Um terceiro polo de interesses a ser considerado nos casos de compra e venda de ações para transferência de controle é formado pelos administradores da companhia objeto. Este grupo deve ser considerado pois as operações aqui tratadas costumam refletir sobre sua posição na companhia objeto, que em geral passa, com a alteração na sua estrutura de controle, por modificações de nomes ou cargos em sua estrutura administrativa.

Considerar os custos, benefícios e respectivos incentivos de cada um destes principais polos de interesses é fundamental para a eficiente disciplina das operações de compra e venda de ações para transferência de controle societário. A regulação jurídica destas operações deve levar em consideração as possíveis falhas deste mercado de transferência de controle e criar mecanismos para corrigi-las.

A principal falha de mercado na relação entre o ofertante e os acionistas da companhia objeto está na assimetria de informação entre eles. Os acionistas da companhia objeto têm, em regra, dificuldade em avaliar se o valor oferecido por suas ações é economicamente justo ou se não estaria excessivamente baixo em relação ao valor que a companhia tem para o ofertante.

A principal tarefa da legislação consiste, neste caso, em propiciar eficientes mecanismos de resposta à seguinte pergunta: como os acionistas da companhia objeto podem avaliar se é justo o preço que o ofertante quer pagar por suas ações?

No que tange à relação entre os administradores da companhia objeto e seus acionistas, a principal falha de

mercado está no conflito de agência[20] entre eles, pois os administradores tendem, nas operações envolvendo a transferência de controle, a se preocupar mais com seus próprios interesses na companhia objeto do que com a geração de riqueza para a pessoa jurídica ou seus acionistas.

Quando diante da perspectiva de compra e venda de ações para transferência de controle sobre a sociedade por eles administrada, os gestores se vêem em geral diante da insegurança quando ao seu futuro na companhia objeto. A chegada de um novo acionista controlador significa, em princípio, nova orientação administrativa, com a consequente mudança de pessoas e funções.

Assim, diante de tal perspectiva, muitas vezes os administradores da companhia objeto priorizam, numa situação de transferência de controle aqui analisada, a preservação de suas funções e não a melhor opção para os acionistas ou para a pessoa jurídica.[21]

A principal função da legislação é, neste aspecto, corrigir a seguinte falha de mercado: como evitar que os administradores da companhia objeto comportem-se, na operação de transferência de controle, apenas em função de seus próprios interesses, deixando de lado os acionistas e a companhia objeto?

A compra e venda de ações para transferência de controle societário acarreta ainda um sério conflito de agência entre o acionista controlador da companhia objeto

---

[20] Sobre a relação de agência e seus conflitos, confira o Capítulo XI.

[21] *At times of takeover, shareholders are implicitly asking the top-level managers of their firm to negotiate a deal for them that frequently involves the imposition of large personal costs on the managers and their families. These involve substantial moving costs, the loss of position, power, and prestige, and even the loss of their jobs. Shareholders are asking the very people who are most likely to have invested considerable time and energy (in some cases a life's work) in building a successful organization to negotiate its sale and the possible redirection of its resources*. JENSEN. Michael C. *The takeover controversy: analysis and evidence*. Midland Corporate Finance Journal, Volume 4, No. 2, Summer 1986. Pg. 45.

e seus demais sócios, o qual também precisa ser corrigido pela regulação jurídica destas operações. Trata-se da alocação do chamado "prêmio de controle". Para que se compreenda esse conflito de agência é preciso abordar um aspecto inerente às ações de uma companhia.

É inegável que as ações do acionista controlador trazem consigo um atributo ou "prêmio" particular, pois só elas dão ao seu titular o poder de controlar a companhia através da eleição dos seus administradores e deliberações da assembleia geral (art. 116 da Lei n. 6.404/76).

Assim, é natural que alguém que queira comprar ações de uma companhia, para controlá-la, se disponha a pagar mais para cada uma das ações do acionista controlador, em relação ao preço que pagaria para cada uma das ações dos demais acionistas.

As ações do acionista controlador trazem consigo algo que as demais ações da companhia não têm, que é o poder de controlar a sociedade. Exatamente porque elas agregam algo exclusivo – o chamado "prêmio de controle" – elas valem mais para os possíveis adquirentes.

Entretanto, permitir que o acionista controlador possa internalizar todos os ganhos decorrentes desse sobrevalor de suas ações é fator de ineficiência no mercado de valores mobiliários, pois tal sobrevalor só existe em virtude da colaboração de terceiros e dos acionistas minoritários da companhia.

Já foi salientado que o controle sobre a sociedade não compõe o patrimônio de quem o exerça. A verdade é que o controle só existe porque há sócios minoritários e também outros grupos que compõem a atividade empresarial, como empregados, credores e consumidores.

O que se quer salientar é que o acionista controlador só o é porque existem sócios minoritários a sustentar e justificar sua posição. Justo, portanto, que parte do sobrepreço pago pelas ações do controlador, caso ele as

aliene, seja alocado em direção aos demais acionistas da companhia.

Se apenas o acionista controlador se apropria do sobrevalor de suas ações, ele está incorporando a totalidade dos ganhos decorrentes da colaboração de todos os sócios – e terceiros - para que a sociedade funcione. Ele internaliza os ganhos econômicos do controle, mas externaliza aos demais sócios parte dos custos da manutenção da sociedade.

Tem-se, portanto, que a regulação jurídica das operações de compra e venda de ações para transferência de controle societário precisa atuar especialmente sobre as seguintes falhas de mercado: redução da assimetria de informações entre ofertante e acionistas da companhia objeto, solução do conflito de agência entre os acionistas e administradores da companhia objeto e alocação eficiente do "prêmio de controle" pago pelo ofertante.

O principal mecanismo jurídico desenvolvido para corrigir as falhas do mercado de transferência de controle societário está na previsão de diferentes modalidades de ofertas públicas para aquisição de ações da companhia alvo, denominadas genericamente de "Ofertas Públicas de Aquisição" e identificadas pela sigla OPA.

A precípua função desta oferta pública, destinada a todos os acionistas da companhia objeto, é oferecer a estes sócios um tratamento igualitário na operação, de forma a evitar que alguns internalizem ganhos ou perdas de forma diferente dos outros[22].

---

[22] "*The principle of equal treatment basically requires that the person acquiring control over the company is to ensure for the minority shareholders the possibility of exit from the company subject to conditions that are at least as advantageous as the conditions ensured during the acquisition of the share block providing control over the company"*. KECSKÉS. András. HALÁSZ. Vendel. Hostile takeover bids in the European Union: regulatory steps em route to an integrated capital Market. *Revista Brasileira de Estudos Políticos*. Belo Horizonte. N. 109. Jul/dez 2014. Pg. 105.

Assim, para que se possa corrigir as apontadas falhas do mercado de transferência de controle societário, a primeira medida é colocar todos os acionistas da companhia objeto – minoritários e controladores - em igualdade de tratamento, em relação ao ofertante.

A essência da OPA está na previsão de que o ofertante deve, se deseja adquirir ações da companhia objeto em número suficiente para controla-la, ofertar a todos estes acionistas – controladores ou minoritários – as mesmas condições de compra das ações, de forma a evitar favorecimentos ou, o que é pior, concorrência entre os acionistas da companhia objeto, por condições melhores de negociação[23].

A Lei n. 6.404/76 cuidou expressamente de várias modalidades de ofertas públicas para aquisição de ações, especialmente – mas não exclusivamente - quando se tratam de operações em que a compra e venda de ações da companhia resultará em transferência do poder de controle sobre a sociedade.

A primeira delas é aquela disciplinada pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/76, e que deve ser efetuada como condição para que o acionista controlador de uma companhia possa alienar suas ações e, em consequência, o controle societário.

Outra importante modalidade de OPA está disciplinada no art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76 e se refere à hipótese em que o ofertante, interessado em

---

[23] Neste sentido o texto do art. 4º da Instrução CVM n. 361/2002 que, ao regular a OPA, dispõe: *Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios: I – a OPA será sempre dirigida indistintamente aos titulares de ações da mesma espécie e classe daquelas que sejam objeto da OPA, assegurado o rateio entre os aceitantes de OPA parcial; II – a OPA será realizada de maneira a assegurar tratamento eqüitativo aos destinatários, permitir-lhes a adequada informação quanto à companhia objeto e ao ofertante, e dotá-los dos elementos necessários à tomada de uma decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.*

adquirir o controle da companhia objeto, busca entre os acionistas dela vendedores de ações em número suficiente para isso.

Se o objetivo do ofertante é comprar ações da companhia objeto em número suficiente para se tornar o seu acionista controlador, ele será obrigado a fazer uma oferta a todos os acionistas integrantes desta companhia objeto. Neste caso (art. 257 e segs. da Lei n. 6.404/76) a oferta pública não é uma condição, mas um meio, um caminho para se adquirir ações da companhia objeto em número suficiente para ter o seu controle.

A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, regulou as operações de OPA por meio de detalhadas regras consolidadas na Instrução CVM n. 361, originalmente editada em 2002, mas já reformada posteriormente[24]. Em seu art. 2º, esta Instrução refere-se a diversas modalidades de ofertas públicas, algumas obrigatórias, outras voluntárias.

A análise delas permite concluir que a sua exigência decorre, em essência, de duas circunstâncias distintas, quais sejam: compra e venda de ações que impactem na estrutura de controle da sociedade ou retirada das ações da companhia do mercado de valores mobiliários, com sua consequente passagem à condição de sociedade anônima fechada.

Neste tópico se fará o estudo das ofertas públicas de aquisição de ações em situações de transferência de controle sobre a sociedade, uma vez que o uso da OPA como requisito para fechamento do capital da companhia foi analisado em capítulo próprio.

---

[24] Alteraram o texto original da Instrução n. 361 as Instruções CVM de ns. 436/06, 480/09, 487/10 e 492/11.

7 – A oferta pública de compra de ações como condição para a transferência de titularidade das ações do controlador de companhia aberta – Art. 254-A da Lei n. 6.404/76

Como dito, uma das falhas do mercado de transferência de controle societário está em se admitir que o acionista controlador que venda suas ações internalize a totalidade do "prêmio de controle", o qual, vale lembrar, significa o valor a mais pago por suas ações em decorrência de seu poder de conferir o controle sobre a sociedade.

De forma a alocar em todos sócios – e não apenas no controlador - os benefícios pecuniários decorrentes da compra e venda de ações para transferência de controle societário de companhia aberta é que a Lei n. 6.404/76 traz, em seu artigo 254-A, a exigência, como condição para a realização da transferência, de realização de uma oferta pública.

Segundo o artigo 254-A da Lei n. 6.404/76, a alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente/ofertante se obrigue a fazer oferta pública para aquisição das ações com direito a voto de propriedade de todos demais acionistas da companhia objeto, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

Portanto, a Lei 6.404/76 obriga aquele que busca adquirir as ações do acionista controlador de companhia aberta a oferecer aos demais acionistas desta sociedade a compra de suas respectivas participações, ao preço mínimo de 80% (oitenta por cento) do valor oferecido para cada ação do acionista controlador[25].

---

[25] Utiliza-se a expressão *tag along* para referir-se a este direito conferido aos acionistas minoritários. Paralela a esta modalidade – mas em sentido oposto – é a denominada "cláusula de arraste" ou *drag along*. *"Essas disposições* [drag along rights] *permitem que um sócio obrigue os demais*

Esta oferta pública, obrigatória em caso de alienação, pelo controlador, do controle da sociedade de capital aberto, é uma forma de externalizar o "prêmio do controle", compartilhando-o entre todos os acionistas e não apenas com aquele que detém ações suficientes para controlá-la[26].

A falha de mercado consistente na assimetria de informação que em regra se manifesta entre o ofertante e os acionistas – especialmente minoritários - da companhia objeto da oferta pública também encontra, ainda que de forma indireta, eficiente solução no art. 254-A da Lei n. 6.404/76.

A apontada assimetria de informação consiste na insegurança dos acionistas da companhia objeto quanto ao valor que é oferecido, em uma OPA, por suas ações. Decidir aceitar ou não a oferta depende essencialmente de um mecanismo eficiente de formação do preço das ações da companhia objeto, bem como de instrumentos jurídicos que confiram credibilidade e certeza quanto ao efetivo cumprimento dos termos da oferta apresentada.

O art. 254-A da Lei n. 6.404/76 e a Instrução CVM n. 361/2002 contém previsões que interferem de maneira eficiente tanto sobre a formação do preço da oferta na

---

acionistas assinantes do acordo a alienar sua participação no capital da companhia. O direito de arraste se sujeita à condição de que um terceiro formule uma oferta de compra de ações de algum dos acionistas assinantes. No evento desta condição, tal sócio poderá obrigar os demais acionistas a alienar suas respectivas participações no capital social. Assim, o terceiro adquirente terá à sua disposição as ações de todos os acionista assinantes do acordo." REYES. Francisco. *Direito Societário Americano.* Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2012. pg. 273.

[26] Igualmente certo é afirmar que a oferta pública exigida pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/76 torna mais cara a aquisição do controle de uma companhia aberta, pois o ofertante/adquirente precisará comprar, além das ações do controlador, também as ações dos demais acionistas que decidirem aderir à oferta pública obrigatoriamente feita em favor deles.

OPA quanto sobre a credibilidade e certeza de seu cumprimento.

Quando pretende adquirir as ações de controlador de companhia aberta, o ofertante é obrigado, por força do que dispõe o ora comentado art. 254-A da Lei n. 6.404/76, a embutir, nos custos de aquisição do controle, os valores que terá de desembolsar em favor dos acionistas que aceitarem a oferta pública obrigatoriamente a eles dirigida[27].

Em função disso, o valor que o ofertante se dispõe a pagar pelas ações do acionista controlador não pode exorbitar em muito seu valor de mercado, sob pena de tornar a aquisição financeiramente inviável ou desinteressante, já que este sobrepreço será pago também aos acionistas minoritários que aceitarem a oferta pública.

Assim, em suas negociações para transferência de ações – e, consequentemente, de controle – acionista controlador e ofertante tendem a estabelecer um "prêmio de controle" que, mesmo se estendido aos demais acionistas, não comprometa a viabilidade financeira da aquisição.

Deste modo, se, por um lado, o controlador não pode exigir valor exorbitante por suas ações, também não aceitará valor inferior ao que ele deve, diante das informações que detém sobre a realidade econômico-financeira da companhia, aceitar.

O que se quer dizer é que o acionista controlador da companhia alvo não está – como em regra se vê no caso

---

[27] Outra forma de alocação do "prêmio de controle" admitida pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/76 é o seu pagamento aos acionistas minoritários da companhia objeto, sem que eles precisem transferir suas ações ao ofertante e novo acionista controlador.

Neste caso, o ofertante pode não se dispor a adquirir as ações dos minoritários da companhia objeto, mas se obriga a pagar-lhes o "prêmio de controle", consubstanciado na diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle (art. 254-A, par. 4º da Lei n. 6.404/76).

de acionistas minoritários – em posição de assimetria informacional em relação ao ofertante. Ao contrário, o acionista controlador dispõe de informações suficientes sobre a realidade econômico-financeira da companhia para que possa avaliar de maneira fundamentada o preço que pode pedir por suas ações.

Se entre o acionista controlador e o ofertante não há significativa assimetria informacional sobre o justo valor das ações[28], atrelar o valor da oferta pública aos minoritários[29] ao preço pedido e acertado com o controlador da companhia alvo permite a estes acionistas minoritários maior confiança na pertinência do preço que receberão, na oferta pública, por suas participações no capital social.

Assim, a oferta pública obrigatória do art. 254-A da Lei n. 6.404/76 impede, ainda que de forma indireta, que as ações do acionista controlador sejam, em relação ao seu valor de mercado, excessivamente sobre ou subvalorizadas, o que provocaria uma formação artificial de preço.

Esse eficiente mecanismo de formação de preço funciona, a um só tempo, como elemento impeditivo de eventual conduta oportunista do acionista controlador – que poderia pedir valor excessivamente alto como "prêmio

---

[28] A preocupação em reduzir a assimetria de informação aqui abordada está também expressa na Instrução CVM n. 361/2002, que, como se viu, regulamenta a OPA. Em seu art. 10, esta Instrução da CVM exige que o instrumento da OPA – documento que explicita os termos da oferta - seja firmado conjuntamente pelo ofertante e pela instituição intermediária e contenha, além de outros requisitos descritos, declarações do ofertante e da instituição intermediária de que desconhecem a existência de quaisquer fatos ou circunstâncias, não revelados ao público, que possam influenciar de modo relevante os resultados da companhia objeto ou as cotações de suas ações.

[29] Dá-se o nome de *tag along* a este valor mínimo que, na hipótese de alienação de controle de companhia, deve obrigatoriamente ser oferecido aos acionistas minoritários.

de controle" – e confere, aos minoritários, maior segurança quando à adequação financeira do valor ofertado por suas ações.

Outra falha de mercado corrigida pelo artigo 254-A da Lei n. 6.404/76 e pela Instrução CVM n. 361 está na possível insegurança dos destinatários da oferta pública – os acionistas minoritários da companhia objeto – quanto ao efetivo cumprimento, a tempo e modo oferecidos, das condições de compra de suas ações, pelo ofertante.

A presença obrigatória de corretora ou instituição financeira na operação – que funciona tanto como intermediária quanto como garantidora da oferta pública[30] – torna quase nulo o risco de inadimplemento.

Ao mesmo tempo, o art. 254-A da Lei n. 6.404/76 fixa a regra da irretratabilidade dos termos oferecidos pelo ofertante,[31] o que permite aos minoritários formar com

---

[30] Instrução CVM n. 361/2002, art. 7º: *O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento.(...)*

§2º A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do laudo de avaliação e do edital.

§3º A instituição intermediária deverá auxiliar o ofertante em todas as fases da OPA, e dele solicitar a prática dos atos necessários ao correto desenvolvimento da oferta, bem como a cessação de atividades que prejudiquem tal desenvolvimento, devendo interromper seus serviços em hipótese de recusa do ofertante, sob pena de não eximir-se das responsabilidades impostas nesta Instrução.

§4º A instituição intermediária garantirá a liquidação financeira da OPA e o pagamento do preço de compra, em caso de exercício da faculdade a que se refere o § 2º do art. 10.

[31] Nos termos do art. 5º da Instrução n. 361 da CVM, a alteração nos termos da oferta só pode ser feita se for para torná-la mais vantajosa

segurança sua decisão de aceitar ou não as condições oferecidas.

Acrescente-se a isso a obrigatória presença da Comissão de Valores Mobiliários em todas as fases da operação[32] - e no exercício de várias de suas atribuições legais, especialmente a de fiscalização, registro e regulamentação – e será inevitável concluir pela enorme credibilidade e segurança do procedimento aqui comentado.

8 – A oferta pública para compra de ações como meio de aquisição do poder de controle sobre uma companhia aberta: art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76

Situação semelhante, mas diversa é a disciplinada no art. 257 da Lei n. 6.404/76, a qual parte da mesma premissa fática do supra comentado art. 254-A, qual seja: uma pessoa, grupo ou universalidade tem interesse em adquirir ações da companhia objeto em montante suficiente para tornar-se, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, seu acionista controlador.

Porém – e diferentemente da hipótese cuidada no art. 254-A da Lei n. 6.404/76 - neste caso o ofertante buscará essas ações não através de negociação direta com o

---

para os destinatários, sob autorização da Comissão de Valores Mobiliários ou se tal possibilidade de modificação já fosse previamente informada aos destinatários, no instrumento que formalizou a oferta.

[32] Art. 254-A da Lei n. 6.404/76 (...) *§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o* caput*, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais. (...)*

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

acionista controlador, mas entre todos os acionistas da companhia objeto.

Assim, em vez de negociar com o acionista controlador da companhia objeto a aquisição das ações dele – e, por consequência, do controle sobre a sociedade – o ofertante vai atrás destas ações no mercado, fazendo um convite – oferta pública – a todos os acionistas da companhia que quiserem vender-lhe suas ações até que seja atingido o montante suficiente para a aquisição do controle.

Aqui o ofertante dirige-se não apenas ao acionista controlador da companhia objeto, mas indistintamente a todos os seus acionistas, convidando-os a venderem-lhe suas ações, as quais ele pretende adquirir em montante suficiente para, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, conseguir eleger a maioria dos administradores e nas deliberações da assembleia geral de acionistas da companhia objeto[33].

Esta forma de aquisição de controle de uma companhia aberta deve ser regulada juridicamente pois também apresenta possíveis falhas de mercado a serem corrigidas. Duas das mais evidentes tutelas são a garantia de extensão, em termos idênticos, da oferta a todos os acionistas da companhia objeto e a confiabilidade do cumprimento, a tempo e modo, da oferta realizada.

Como instrumento de credibilidade e segurança financeira e jurídica da oferta, a Lei n. 6.404/76 estabelece a obrigatória intermediação da operação por instituição financeira (art. 257, *caput*), o registro prévio na CVM, em caso de oferta de permuta (art. 257 par. 1º) e a irrevogabilidade da oferta (art. 257 par. 2º) lançada.

---

[33] Esta forma de aquisição de controle somente funciona se a companhia objeto não está sujeita a controle majoritário, pois, se assim for, o ofertante precisará necessariamente de adquirir as ações deste controlador majoritário, na forma do já discutido art. 254-A da Lei n. 6.404/76.

O tratamento igualitário entre todos os destinatários da oferta é garantido pela obrigatória divulgação, pela imprensa, de suas condições (art. 258 da Lei n. 6.404/77), bem como do prazo mínimo de 20 (vinte) dias para aceitação.

Está também legalmente garantido que, em havendo melhora nas condições da oferta (art. 261 par. 1º da Lei n. 6.404/76) esta alteração obrigatoriamente se estenderá a todos os acionistas da companhia objeto, inclusive aqueles que acaso já tenham aceitado a proposta original.

Em relação ao ofertante, há dois aspectos que precisam ser salientados, por serem de especial relevância. O primeiro deles é a necessidade de aprovação, pela Assembleia Geral de Acionistas, de qualquer operação destinada a aquisição do controle de outra sociedade, se a ofertante/adquirente se tratar de companhia aberta e estiverem presentes uma ou mais das condições estabelecidas no art. 256 da Lei n. 6.404/76[34].

Por outro lado, o ofertante não é obrigado a adquirir todas as ações daqueles que aceitarem a oferta pública de aquisição, realizada nos termos do aqui abordado art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76. Se o objetivo da oferta é adquirir o controle da companhia objeto, ao ofertante bastam ações suficientes para que ele possa, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, caracterizar-se como acionista controlador da sociedade em questão.

---

[34] Esta exigência de aprovação, pela Assembleia Geral de Acionistas da ofertante, quando tratar-se de companhia aberta, vale também para o caso da oferta pública disciplinada pelo art. 254-A da Lei n. 6.404/76. De fato, em qualquer operação de aquisição do controle de outra companhia, a ofertante/adquirente está, em geral, realizando um movimento de elevado risco e investimento, o que, em última análise, justifica a exigência legal de prévia aprovação assemblear.

Por isso, o art. 258 da Lei n. 6.404/76 permite que o instrumento da oferta de compra preveja uma forma de rateio, entre os destinatários que aceitarem tal oferta, de modo a manter o tratamento igualitário entre eles sem obrigar o ofertante a adquirir um número de ações da companhia objeto maior do que o necessário para conferir-lhe o controle.

Por outro lado, se não houver, dentre os acionistas que aceitarem a oferta, ações suficientes para aquisição do controle da companhia objeto, não se pode obrigar o ofertante a sustentar a proposta, ou seja: o ofertante não será obrigado a honrar a oferta pública de aquisição se não houver aceitantes suficientes para torná-lo acionista controlador da companhia objeto (art. 258, III da Lei n. 6.404/76) [35].

9 – Ofertas hostis e pílulas de veneno

A transferência de controle acionário em companhias abertas é, como se demonstrou, vinculada à realização de uma oferta pública de compra de ações, seja esta uma condição para a realização da operação (art. 254-A da Lei n. 6.404/76) ou um meio para se conseguir a titularidade do controle da companhia objeto (art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76).

---

35 *"As ofertas públicas de aquisição – ou, abreviadamente, OPA – São propostas dirigidas ao público tendo em vista a aquisição de valores mobiliários, através de um processo estabelecido e lei. Ao contrário do que sucede em relação às emissões, as ofertas de aquisição apelam a uma decisão de alienação de valores mobiliários: visam decisões de desinvestimento.*

Apesar da intermediação, a oferta dirige-se aos titulares dos valores mobiliários emitidos pela sociedade visada: depende, pois, do grau de aceitação por estes o sucesso ou insucesso da oferta". CÂMARA. Paulo. As ofertas públicas de aquisição. CÂMARA. Paulo. (Coord.). *Aquisição de Empresas*. Coimbra Editora. Coimbra. 2011. Pg. 162.

Entretanto, há situações nas quais o interessado na aquisição do controle da companhia objeto toma esta iniciativa sem observar as regras referentes à oferta pública disciplinada pelos arts. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76.

Tal ato é denominado tomada hostil de controle (*hostile takeover*) [36] e se implementa, em princípio, com a realização, pelo interessado na aquisição do controle, de sucessivas compras de ações da companhia objeto, no mercado de valores mobiliários, sem a prévia comunicação aos administradores desta companhia.

O interessado em realizar a tomada hostil do controle de uma companhia aberta vai, no mercado de valores mobiliários, realizando sucessivas compras de ações da sociedade objeto – normalmente por valores superiores aos da cotação praticada no momento – sem a prévia comunicação aos administradores da companhia cujo controle é almejado, de forma a escapar da necessidade de adesão destes à operação e da exigência de cumprimento do procedimento disciplinado pelos arts. 257 e segs da Lei n. 6.404/76.

Este tipo de aquisição de controle só pode ser implementado em sociedades nas quais inexista uma pessoa ou grupo controlador majoritário. A sociedade objeto é caracterizada por alto grau de dispersão de suas ações, o que facilita o ato daquele que, por sucessivas compras, pretende chegar a um número de ações da companhia objeto capaz de lhe tornar seu controlador.

Ressalte-se que a participação dos administradores da companhia objeto na operação de oferta pública para aquisição de controle (art. 257 e seguintes da Lei n.

---

[36] BETTON. Sandra. MOLSON. John. ECKBO. B. Espen. THORBURN. Karin. *Corporate Takeovers.* Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47. Social Science Research Network Electronic Paper Collection. http://ssrn.com/abstract=1131033

6.404/76) tem, em princípio, o objetivo de tutelar os interesses dos acionistas desta companhia objeto.

Presume-se que os administradores da companhia objeto zelem para que a oferta pública se realize nos termos da lei e no melhor interesse dos acionistas destinatários da proposta[37], o que vai, por outro lado, de encontro aos interesses do proponente, que deseja adquirir o controle pelo menor custo possível. Daí as sucessivas compras de ações sem contato com os administradores da sociedade objeto.

Há, porém, um outro aspecto da questão.

A adesão dos administradores da companhia objeto está, de fato, condicionada à preservação de seus interesses individuais. Mudanças no controle de uma sociedade geralmente significam alterações na estrutura ou composição dos órgãos de gestão, algo que afeta diretamente o interesse dos administradores da companhia objeto.

Por isso, a adesão destes administradores à operação de oferta pública do art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76 demandaria, do proponente, a capacidade de lhes convencer de que, após a alteração no controle societário, seus interesses pessoais, como gestores da sociedade objeto, não serão comprometidos.

Com a tomada hostil de controle, o proponente não precisa da adesão dos administradores da companhia objeto

---

37 A necessidade de participação dos administradores é amparada, dentre outros, no argumento de que são eles – e não os acionistas da companhia objeto – que têm informações e meios suficientes para mensurar a pertinência do valor oferecido em oferta pública.

Além disso, os acionistas da companhia objeto – caracterizada, como se viu, pela inexistência de controlador majoritário – são presumidamente incapazes de se organizar para, em conjunto, obterem melhores condições do proponente da oferta pública, o que se afigura outro fundamento para se exigir a participação, na operação, dos administradores desta sociedade objeto.

e pode, portanto, descartar-lhes como um núcleo de interesses a ser observado para o sucesso da operação.

Outro ponto relevante a se observar é o nítido conflito de agência entre os administradores e os acionistas da companhia objeto. Aqueles estão mais preocupados em preservar seus interesses pessoais do que em zelar pela melhor oferta aos acionistas. Assim, a oferta hostil é rechaçada não pelos acionistas da companhia objeto – que têm a opção de aceitar ou não a proposta – mas pelos administradores da sociedade em questão[38].

Uma solução desenvolvida originalmente nos Estados Unidos foi estabelecer, em cláusula estatutária, regras que protegessem a companhia contra a tomada hostil de seu controle, de forma a tutelar o interesse dos acionistas da companhia objeto e também de seus administradores.

Tais cláusulas, denominadas *poison pills*, (literalmente, "pílulas de veneno") estabeleceriam tal grau de exigência para aquele que pretendesse realizar a tomada hostil de controle que, na prática, tal operação se tornaria economicamente desinteressante.

As pílulas de veneno foram criadas como mecanismo de defesa contra a oferta hostil, pois tratam-se de cláusulas estatutárias que estabelecem, para o pretenso adquirente, graves ônus decorrentes de seu ato de comprar ações da companhia objeto em percentual superior ao

---

[38] Para Easterbrook e Fischer, a legislação deveria impedir que os administradores da companhia objeto da tomada hostil de controle agissem no sentido de barrar a operação, deixando apenas aos acionistas destinatários da oferta a decisão de alienar ou não suas participações. Haveria, no caso, um certo "dever de neutralidade" dos administradores da companhia objeto, em caso de tomadas hostis de controle. EASTERBROOK. Frank H. FISCHER. Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press. Massachussets. 1991. Pg. 109 e segs.

indicado no estatuto. Assim, cria-se um sobrepreço na aquisição hostil de controle.

Em seu formato primordial, a pílula de veneno dá aos acionistas da companhia objeto, diante de uma oferta hostil para aquisição de seu controle, o direito de adquirem novas ações a serem emitidas pela companhia objeto ou de vender, a preços altos, as suas próprias ações ao autor da tentativa de tomada de controle[39].

Com o tempo, tais pílulas de veneno foram ganhando, na prática societária norte americana, diversas variantes, todas com a essência comum de preservar o interesse dos acionistas e administradores de companhias alvo de tomadas hostis de controle. Veja-se abaixo alguns exemplos, elencados por Jorge Eliseu Martins Vieira e Luis Paulo Lopes Fávero.

Shark-repellent (repelente de tubarão): medidas tomadas pela administração da companhia-alvo ou cláusulas contratuais que na mesma linha das *poison pills* inviabilizam as aquisições hostis. Um exemplo é a inserção de dispositivos nos contratos de trabalho celebrados com os administradores da companhia (membros de CA e diretoria), que garantam a esses pesadas indenizações, no caso de rescisões de seus contratos após uma aquisição hostil (*golden parachute* ou paraquedas dourado), o que torna precário o poder de controle de um proponente comprador da companhia-alvo, uma vez consumada a transação. Há, ainda, uma medida que compreende uma operação de incorporação de uma terceira companhia pela companhia-alvo (incorporação defensiva), com o objetivo de acionar disposições de normas antitruste de Reguladores do direito econômico e da livre concorrência[14], caso em seguida seja formulada a OPA de controle. Outros exemplos de *shark repellents* são disposições estatutárias que conferem mandatos alternados aos membros de conselho de administração - *staggered board* (e com isso restringe o poder de atuação do adquirente hostil, via nomeações de novos membros) ou requerem um *quorum* qualificado (2/3 ou 3/4 de votos, por exemplo), para

[39] JARRELL. Gregg A. BRICKLEY. James A. NETTER. Jeffry M. in. *Foundations of corporate Law*. ROMANO. Roberta. Org. Foundation Press. New York. Pg. 271.

deliberação em Assembléia Geral de Acionistas, quando a matéria for OPA de controle, o que requer uma adesão substancial de acionistas à oferta.
Pac man (denominação extraída de tradicional *video game*): operação defensiva segundo a qual a companhia-alvo começa a adquirir ações de companhia que seja sua potencial compradora, visando a inverter a situação. Intenta a aquisição hostil da potencial compradora. No Brasil, esse tipo de operação teria como reforço disposições da lei voltadas às participações recíprocas, que as vedam acima de determinados limites (art. 244 da Lei 6.404/76).
Scorched-earth policy (política da terra arrasada): medida adotada pela administração da companhia-alvo que compreende ou a venda da principal linha de negócios da companhia-alvo ou a venda dos seus principais ativos (*crown jewels*) ou o planejamento do vencimento antecipado de todas as suas dívidas. Esse tipo de estratégia, no Brasil, esbarraria em disposições da lei, voltadas ao controle dos atos praticados pelos administradores (deveres e responsabilidades, disciplinados pelos artigos 153 a 160 da Lei 6.404/76).
White knight (cavaleiro do bem): medida adotada pela administração da companhia-alvo que consiste em procurar um investidor amigável que esteja interessado em defendê-la de uma aquisição hostil, e propenso a formular uma OPA de controle concorrente. O investidor formula uma outra OPA com a qual a administração da companhia alvo trabalhará no convencimento dos seus acionistas.
VIEIRA. Jorge Eliseu Martins. FÁVERO. Luis Paulo Lopes. *Poison Pills no Brasil: um estudo exploratório*. Rev. contab. financ. vol.20. no.50. São Paulo May/Aug. 2009.

No Brasil, a modalidade mais usada de pílula de veneno é a que estipula, para aquele que adquirir, em mercado de valores mobiliários, um certo percentual de ações da companhia objeto, o dever de realizar uma oferta pública de compra, direcionada a todos os demais acionistas desta sociedade.

A diferença fundamental é que enquanto na oferta pública do art. 257 e seguintes da Lei n. 6.404/76 o valor é fixado através de critérios legalmente estabelecidos, a pílula de veneno prevê, para o adquirente do percentual de ações da companhia objeto fixado pelo estatuto, a obrigação de realizar uma oferta pública por valores absurdamente altos.

Torna-se, então, na prática, economicamente inviável qualquer aquisição de ações da companhia objeto em percentual superior ao previsto no estatuto com capaz de disparar a exigência da oferta pública de compra.

Se, em uma companhia caracterizada pela dispersão acionária, esta medida é vista como protetiva aos interesses de seus acionistas e administradores, em sociedades nas quais haja controlador majoritário, uma previsão como esta acaba, na prática, tendo o efeito inverso, pois não há ninguém que queira comprar as ações dos acionistas minoritários de sociedades nas quais haja uma exigência de oferta pública, por preços exorbitantes[40].

É, assim, amplamente majoritária – para não dizer unânime – a crítica da doutrina ao formato que se deu às pílulas de veneno no Brasil, pois, em uma realidade de controle majoritário – como a maior parte das companhias brasileiras[41] – tais cláusulas funcionam apenas como fatores

---

40 *"Na OPA obrigatória a oferta compulsória de aquisição acarreta uma repartição do prêmio de controle (...), posterior, contudo, à sua alienação. Na poison pill brasileira, por outro lado, a obrigatoriedade da oferta de aquisição inibe ou impede a aquisição de uma posição acionária relevante, capaz de ameaçar o poder detido pelos controladores*. ZANINI. Carlos. Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. (In.) ADAMEK. Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2012. Pg. 265.

41 *"Se nos Estados Unidos as poison pills tinham o objetivo exclusivo de inviabilizar tomadas de controle acionário repentinas, no Brasil esse instituto jurídico tem sido utilizado por empresas que jamais correriam o risco de aquisição hostil de controle e, até mesmo, por aquelas que já possuem um controle acionário bem definido.*

Além disso, muitas vezes, as poison pills são protegidas pelas chamadas "cláusulas pétreas", as quais dificultam a alteração ou exclusão da pílula de veneno (...)." CATEB. Alexandre Bueno. SOUZA ROCHA. CARMEN Godoy Vieira de. PIMENTA. Eduardo Goulart. SIQUEIRA. Izes. VELOSO. Silvia Mechelany. Breve Estudo sobre as *poison pills* no Brasil – O caso MRV versus o caso Tenda. *Revista de Direito Empresarial*. Ano 9. N. 3. Setembro/Dezembro 2012. Curitiba. Pg. 17/18.

protetivos dos controladores, que jamais terão seu poder ameaçado.[42]

10 – Sociedades coligadas e participações recíprocas

Neste capítulo foram abordados, até o presente momento, diferentes aspectos referentes à realidade do controle societário. Uma pessoa – física ou jurídica – grupo ou mesmo ente despersonalizado que determina, como sua vontade, os atos a serem praticados por uma sociedade.

É preciso, porém, observar que nem sempre a participação de uma sociedade no capital social de outra é na condição de controladora, ou seja: é perfeitamente possível, lícito e corriqueiro que uma sociedade seja titular de direitos de sócia sobre outra sem, entretanto, ser sua controladora.

A realidade em que uma sociedade é titular de quotas ou ações de outra sem, entretanto, controlá-la é disciplinada tanto pelo Código Civil (arts. 1. 097 a 1. 101) quanto pela Lei n. 6.404/76 (art. 243 da Lei n. 6.404/76), e tem por referência primordial a noção de coligação entre sociedades[43].

---

42 CARVALHOSA. Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. CASTRO. Rodrigo Monteiro ARAGÃO. Leandro Santos de. (Org.) *Direito Societário. Desafios atuais*. São Paulo Ed. Quartier Latin. 2009. Pg. 25 e segs.

43 O termo sociedades coligadas pode, em uma conotação extremamente ampla, referir-se a todas as hipóteses nas quais há, entre duas ou mais sociedades, uma conexão econômica, independentemente de qual seja o instrumento jurídico usado. Trata-se, na realidade, de um sentido amplo e impreciso, pois abarcaria situações como contratos de representação com exclusividade, contratos de transferência de tecnologia, locação de estabelecimentos etc.

"Num sentido mais rigoroso falaremos em coligação, quando uma sociedade for sócia de outra, em controle, quando a participação de uma sociedade em outra for de molde a facultar legalmente o controle da primeira sobre a segunda; em holding, quando uma sociedade, sem explorar diretamente nenhuma atividade comercial, tiver

O Código Civil abarca sob o termo sociedades coligadas três hipóteses distintas: o controle, a coligação ou filiação e a simples participação. Assim, a expressão sociedades coligadas tem, no Código Civil, um sentido amplo ou genérico, que alcança as seguintes modalidades ou espécies: o controle (art. 1.098), a coligação (em sentido estrito) ou filiação (art. 1.099) e a simples participação (art. 1.100).

Pela análise dos textos dos artigos 1.099 e 1.100 do Código Civil, tem-se que a distinção entre sociedades coligadas ou filiadas e aquelas que têm sobre outra o que se chama de "simples participação" vincula-se exclusivamente ao percentual que uma sociedade tenha do capital social de outra.

Assim, a sociedade coligada ou filiada é caracterizada, no Código Civil, com aquela que é titular de mais de 10% (dez por cento) do capital de outra sem, entretanto, exercer sobre ela o controle societário, enquanto a "simples participação" consiste na titularidade de quotas de outra sociedade em percentual inferior a 10% (dez por cento) do capital votante.

Já para a Lei n. 6.404/76 há coligação entre sociedades quando uma delas tenha sobre a outra o que se identifica como "influência significativa", a qual é presumida pela titularidade de 20% (vinte por cento) ou mais de seu capital votante sem, entretanto, implicar em participação no controle societário (art. 243 par. 1º e 5º).

Por se tratar de lei específica, o art. 243 da Lei n. 6.404/76 se aplica se uma ou mais das sociedades analisadas, para fins da verificação de coligação, estiver constituída sob a forma de sociedade por ações, enquanto o

---

o seu patrimônio invertido em ações ou quotas de outras sociedades, sujeitas, assim, ao seu controle." ASCARELLI. Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Ed. Bookseller. Campinas. São Paulo. 20001. Pg. 693/694.

Código Civil e seus critérios são aplicáveis quando, em sentido oposto, não houver nenhuma companhia na hipótese em apreço[44].

Outro aspecto que é objeto de disciplina tanto no Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76 é a participação recíproca entre sociedades, o que pode ser definido como a situação na qual duas sociedades são simultaneamente titulares de parte do capital social da outra. Por exemplo: a sociedade A é titular de 10% (dez por cento) do capital da sociedade B e esta, por sua vez e ao mesmo tempo, é titular de 20% (vinte por cento) do capital social de A.

O problema fundamental da participação recíproca é ocorrer uma dupla titularidade sobre o mesmo patrimônio social. Parte do patrimônio de duas pessoas jurídicas diferentes é, em última análise, composto pelo mesmo conjunto de bens e direitos, o que tornaria artificialmente maior os valores que estariam a garantir os credores de ambas[45].

---

[44] Isto não impede, porém, que as regras do Código Civil sejam aplicadas às companhias, desde que não haja conflito. *"Por consequência, quanto às regras do Código Civil que não conflitam com aquelas previstas na Lei n. 6.404/76, o melhor entendimento pode ser no sentido de inferir que tais diplomas são complementares, concluindo-se, portanto, pela aplicação de ambosa todos os tipos de sociedade previstos no ordenamento brasileiro"*. MENEZES. Maurício Moreira. Sociedades controladas, coligadas e subsidiárias integrais. (In.) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.). *Tratado de Direito Comercial. Vol. III*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 395.

[45] *"Como pessoa jurídica, capaz de administrar o seu próprio patrimônio, a sociedade pode participar de uma outra. Havendo participações recíprocas, entretanto, vários problemas surgem de natureza patrimonial e política. Quanto aos primeiros, verifica-se que as garantias dos credores diminuem, pois, para os fins de garantia, as participações recíprocas se anulam, reduzindo-se o valor real do capital de ambas as sociedades."* MARTINS. Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas – Vol. III*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. Pg. 261.

Se duas sociedades são ao mesmo tempo sócias uma da outra, um determinado bem pertence simultaneamente a ambas, já que integraliza o capital tanto de uma quanto da outra.

Segundo o art. 1.101 do Código Civil e art. 244 par. 1º da Lei n. 6.404/76, a participação recíproca é válida, desde que o seu percentual não ultrapasse o limite dos reservas patrimoniais das sociedades envolvidas, excluída a legal. Desta forma, se o bem ou direito é contabilizado, em uma das sociedades envolvidas na participação recíproca, como reserva patrimonial e não como parte do capital social, não há, ao menos em tese, o efeito de este bem ou direito compor simultaneamente o capital social de duas pessoas jurídicas distintas.

Entretanto, o art. 244, *caput* da Lei n. 6.404/76 admite, sem a restrição referida acima, a participação recíproca entre sociedades que não tenham, entre si, uma relação de controle ou coligação. Vê-se então que, pelo regime da Lei n. 6.404/76, a participação recíproca é admitida, sem qualquer restrição, até o limite de 20% (vinte por cento) do capital social das companhias envolvidas, pois, como se viu, acima deste limite já se configura relação de coligação e, por consequência, a participação recíproca somente pode ser efetuada até o valor de lucros ou reservas patrimoniais disponíveis, exceto a legal (art. 244 par. 1º c/c art. 30 par. 1º, b da Lei n. 6.404/76).

CAPÍTULO IX

Acordos de sócios e a uniformização de decisões corporativas

1 – Aspectos gerais

Trata-se o acordo de acionistas de um contrato pelo qual dois ou mais sócios de uma mesma companhia disciplinam, entre eles, a forma pela qual exercerão algum ou alguns de seus direitos de sócio.

É chamado de contrato parassocial, uma vez que envolve integrantes da sociedade e disciplina seus direitos em relação à pessoa jurídica sem, entretanto, se confundir com os atos constitutivos da companhia[1]. É um instrumento extremamente importante para organizar as relações intrasocietárias e influencia diretamente a formação de maiorias e minorias nas deliberações e atos societários.

O acordo de acionistas pode, se preenchidas determinadas regras formais, assumir o formato tipificado em lei (art. 118 da Lei n. 6.404/76) ou não, falando-se, no primeiro caso, em acordo de acionistas típico e, no segundo, em acordo de acionistas atípico. A diferença entre

---

[1] *De fato, ressalta de logo tratar-se de um pacto parassocial, ou seja um contrato que se situa ao lado do pacto social (constitutivo da companhia), que obviamente o precede, do qual, sem perder a sua autonomia, depende, e cujo estatuto social não pode alterar ou complementar. De se notar, no entanto, que, embora inconfundível com o pacto social, o acordo de acionistas, ao disciplinar interessses dos acionistas enquanto tais* (uti singuli*), irradia efeitos que alcançam a própria sociedade*. (LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei. Vol. I*. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2009. Pg. 1131)

eles está, em síntese, na amplitude dos efeitos de cada um, sendo estes notadamente mais amplos na forma típica.

O acordo de acionistas típico tem seus termos oponíveis à companhia e a terceiros em geral, como eventuais sucessores ou futuros adquirentes das ações dos participantes do acordo[2]. Já o acordo de acionistas que negligencia tais formalidades – configurando-se atípico – tem seus efeitos restritos aos contratantes.

A abordagem do acordo de acionistas deve se fazer a partir dos elementos constitutivos comuns aos contratos em geral, quais sejam: suas partes, seu objeto e sua forma. No caso do acordo de acionistas, os três elementos constitutivos apresentam peculiaridades e requisitos próprios, que se acrescem às regras contratuais gerais da legislação.

2 – Estrutura e classificações

2.1 – quanto às partes

À primeira vista tem-se que, inclusive por imposição terminológica, somente podem ser partes no acordo de acionistas os titulares de ações de uma mesma companhia, seja eles majoritários ou minoritários[3]. Deste modo, às regras gerais de capacidade para contratar acrescenta-se essa, que torna este modelo contratual exclusivo dos sócios de uma mesma sociedade anônima.

---

[2] O Superior Tribunal de Justiça também já ressaltou o vínculo entre o atendimento às formalidades do acordo e sua oponibilidade a terceiros. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3a Turma. RECURSO ESPECIAL Nº 1.102.424 - SP (2008/0132178-0. Relator: Min. Massami Uyeda).

[3] Neste sentido: EIZIRIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. pg. 703.

É certo afirmar que pactos estabelecidos entre acionistas e terceiros podem ter por objeto a alienação do exercício de determinados direitos de sócio. Institutos como a alienação fiduciária, o usufruto, fideicomisso ou locação podem recair sobre ações e, assim, atribuírem a determinada pessoa a propriedade das ações e a outra o exercício dos direitos a elas referentes[4].

Um pouco distinto – mas merecedor de igual tratamento jurídico - é o pacto que, uma vez firmado entre acionista e terceiro, estabeleça para aquele, por exemplo, o dever de votar, nas deliberações societárias, sempre conforme orientações prévias emitidas por determinado credor ou investidor[5]. Em hipóteses como essas, o acionista transfere a terceiro não todos os seus direitos de sócio, mas algum deles.

Tais pactos são, a princípio, válidos, desde que preenchidos os requisitos gerais da legislação, mas não podem ser tomados como modalidades de acordos de

---

[4] O mesmo se aplica a casos de acordos entre acionistas e credores, deles ou da sociedade. *"A questão não é acadêmica, na medida em que, na prática, os grandes credores de companhias, notadamente os institucionais (BNDES), têm inserido cláusulas em acordos de acionistas existentes, ou exigido a celebração de tais avenças, visando garantir os seus créditos de longo prazo"*. (CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011. Pg. 45/46).

[5] *"A questão básica consiste em saber se os direitos dos acionistas podem ou não ser cindidos, pois em caso positivo há possibilidade de cessão do voto. Ou seja, se o direito de voto está ou não dissociado da propriedade da ação e se os direitos referentes à ação, como o de voto, são ou não divisíveis. Se a lei admitir a cisão, deve ser possível a cessão do direito de voto. Naturalmente, quando a transferência da participação social requerer a concordância da sociedade, a cessão do direito de voto também dependerá de autorização."* (RIBEIRO. Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. Pg. 348)

acionistas, dado que não preenchem o requisito específico referente às partes que nele podem figurar[6].

Portanto, eventual pacto estabelecido entre um acionista e terceiro - como um credor da sociedade, por exemplo - será válido, mas não pode ser confundido com a modalidade contratual ora analisada, especialmente em sua forma típica.

Do mesmo modo, não há como vincular terceiros aos termos dos acordos de acionistas. É o caso, por exemplo, de previsão, em acordo como o aqui discutido, de que os administradores eleitos pelos signatários estão obrigados a votar ou agir, no exercício de suas atribuições de gestão, conforme as expressas orientações constantes do acordo estabelecido por seus eleitores[7].

A oponibilidade do acordo de acionistas a terceiros, quando constituído sob a forma típica, não se confunde com a expansão de seus efeitos para além de seus signatários.

Tal oponibilidade de efeitos significa, em síntese, que os termos do acordo devem ser respeitados por terceiros, os quais devem, ao se relacionar com as partes, ter ciência de que as mesmas estão obrigadas aos termos do pacto por elas firmado.

Contudo, isso não permite, em momento algum, que o acordo de acionistas atinja a esfera dos direitos de terceiros, sendo igualmente vedado que o pacto ora discutido lhes estabeleça qualquer ônus ou obrigação, como

---

[6] BARBI FILHO. Celso. *Acordo de Acionistas*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte, 1994. Pg. 83/84.

[7] É, porém, claro que tais acionistas/eleitores poderão destituir – na forma da lei e dos estatutos – os administradores por eles eleitos, se não respeitadas suas diretrizes. A substituição dos gestores é uma faculdade dos acionistas, mas esta não se confunde com o poder de lhes exigir, como salientado, o respeito aos termos de um acordo do qual não são partes. Em sentido oposto: LAMY FILHO. Alfredo. *Temas de S.A.* Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 323 a 327.

na hipótese aventada acima, referente aos administradores eleitos pelos contratantes.

Diferente, porém, é o acordo de acionistas no qual os signatários se obrigam a, uma vez eleitos para vaga no Conselho de Administração ou Diretoria da companhia, seguir as deliberações previamente fixadas, nos termos do pacto. Aqui, o acordo de acionistas vincula apenas seus partícipes, estejam eles na posição de votantes na Assembleia Geral de Acionistas ou ocupantes de outro órgão social[8].

Ainda sobre a legitimidade para figurar em acordo de acionistas, resta tratar da admissibilidade da própria companhia, como pessoa jurídica, tomar parte neste contrato.

A Instrução n. 358/2002 da Comissão de Valores Mobiliários contém, em seu artigo 2º, par. Único, III, expressa referência a tal possibilidade, que, entretanto, se restringe às hipóteses do denominado acordo de bloqueio, o qual tem por objeto, como se verá abaixo, a restrição à negociabilidade das ações dos signatários[9].

---

[8] Mesma conclusão se aplica também ao sucessor ou adquirente das ações dos signatários do acordo, os quais restarão obrigados a respeitar seus termos. A vinculação do sucessor ou adquirente das ações ao acordo decorre da aquisição dos valores mobiliários, quando então este outrora terceiro – em relação ao acordo – torna-se a ele vinculado.

[9] "*Como reiterado, nos acordos de acionistas somente estes podem instituir a avença, ou seja, ter a iniciativa de contratá-la. Assim, não pode a companhia subscrever o acordo de acionistas. Não obstante, nos acordos de bloqueio, a própria sociedade poderá tornar-se parte, com interesse próprio, portanto.*

Com efeito, nos acordos de bloqueio em que a sociedade é credora obrigacional, pela ordem, na preferência ou opção de aquisição de ações do acionista retirante, torna-se ela parte efetiva do acordo". (CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011. Pg. 40).

2.2 – quanto ao objeto

O *caput* do texto do art. 118 da Lei n. 6.404/76 estipula quais são, dentre os direitos de sócio, aqueles que podem ser objeto de disciplina através de acordos de acionistas.

São eles o direito de negociar as próprias ações, o direito de preferência na aquisição de novas ações emitidas pela companhia, o direito de voto nas deliberações sociais e o exercício do poder de controle sobre a sociedade.

Diante de tal enumeração legal percebe-se que há, essencialmente, duas modalidades de acordo de acionistas, conforme seu objeto: o acordo de voto (que disciplina o direito de participar e votar nas deliberações sociais) e o de bloqueio (que disciplina o direito de negociar suas ações e dentro do qual pode-se, com acerto, colocar o direito de preferência na aquisição de novas ações).

Importante ressaltar que esta limitação de objeto somente vale para a forma típica do acordo, não se podendo negar validade – na modalidade atípica - a acordos entre acionistas que eventualmente disciplinem o exercício de outros de seus direitos na companhia[10].

Chama-se de Acordo de Voto aquele acordo de acionistas que tem por objeto disciplinar a forma pela qual os signatários vão exercer tal direito nas deliberações sociais. É indubitavelmente a mais relevante e empregada modalidade deste instituto.

Dentre as possíveis variações deste Acordo de Voto está aquela destinada à formação de grupo de acionistas

---

[10] *"Não significa isso que os acionistas não possam estabelecer normas ultrapassando essa limitação; apenas, em tais casos, ainda mesmo que a sociedade arquive acordos com as cláusulas não mencionadas na lei, tais acordos não serão observados pela sociedade nem oponíveis a terceiros quando averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos*. (MARTINS. Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Volume II. Tomo I*. 2a edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. pg. 120)

que, uma vez unidos pelo acordo, deterão o controle societário.

Costuma-se chamar tal variação de 'acordo de controle', sendo, porém, necessário lembrar que se trata de um acordo de voto – uma vez que seu objeto é a disciplina no exercício deste direito – com a particularidade de que, neste caso, o pacto permite aos signatários galgar, pelo preenchimento dos requisitos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, a condição de controladores da companhia.

Assim, os partícipes do "acordo de controle" - modalidade de Acordo de Voto - conseguem, juntos, quórum suficiente nas deliberações da Assembleia Geral de Acionistas e na eleição dos administradores da sociedade para tornarem-se, nos termos do art. 116 da Lei n. 6.404/76, acionistas controladores.

Para a validade do Acordo de Voto é necessário que nele sejam estabelecidas as hipóteses em que se aplicará o acordo, ou seja, é preciso explicitar quais são as matérias que, uma vez sujeitas à deliberação em Assembleia Geral de Acionistas, deverão ser regidas pela uniformidade de voto entre os contratantes.[11]

Outra possível variação do Acordo de Voto está naquela destinada a formar um grupo de acionistas minoritários que, uma vez unidos pelo acordo, detenham percentual de ações votantes suficientes para o exercício de direitos que a legislação confere a determinados percentuais qualificados do capital social da companhia.

É, por exemplo, o caso do poder de eleger em separado membro do Conselho de Administração (via voto múltiplo) ou Conselho Fiscal e da prerrogativa de se exigir

---

[11] *"Não há restrições ao elenco de matérias que podem ser disciplinadas no acordo de voto, sendo necessário, porém, que elas constem expressamente do ajuste, uma vez que não se admite os acordos de voto em aberto, que implicariam, na prática, em alienação do direito de voto dos minoritários pactuantes do acordo."* (EIZIRIK. Nelson. *A Lei das S.A*… ob. Cit. Pg. 708).

a exibição judicial dos livros contábeis da sociedade (art. 105 da Lei n. 6.404/76). Forma-se, por via desta variante do Acordo de Voto, um grupo minoritário que, junto, será titular de direitos que, se isoladamente considerados os contratantes, não se poderiam exercer.

Se, nas versões do Acordo de Voto citadas acima, tal pacto serve para formar o controle societário ou qualificar a minoria acionária, há também a possibilidade de que o Acordo de Voto seja usado para atrelar determinadas decisões do controlador à vontade da minoria societária.

Nesta modalidade o controlador se obriga, por meio do acordo de acionistas, a votar favoravelmente a determinada deliberação, em Assembleia Geral de Acionistas, apenas se houver prévia concordância dos outros signatários do acordo, acionistas minoritários. Forma-se aqui verdadeira hipótese de quórum qualificado para determinadas deliberações da Assembleia Geral de Acionistas, uma vez que sua aprovação dependerá da adesão dos minoritários signatários do acordo.[12]

O sentido do voto a ser dado pelos signatários do acordo de acionistas, em determinada votação na Assembleia Geral, será estabelecido anteriormente, em deliberação qual apenas eles participarão, chamada de "reunião prévia"[13].

---

[12] *Nas companhias fechadas as hipóteses de quórum qualificado podem constar do estatuto social (art.129), o que tornaria, no caso, desnecessário o acordo de voto ora tratado. Nas companhias abertas, porém, só por meio de acordo de acionistas tal qualificação de quórum é possível.* (ARAGÃO. Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei n. 10.303, de 2001) in. LOBO. Jorge. (coord.) *Reforma da Lei das sociedades Anônimas*. 2a edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003. pg. 370).

[13] *"Os subscritores do acordo de controle formam uma comunhão de interesses composta de um órgão interno – a reunião prévia, facultativamente representada por um síndico (par. 7º do art. 118 da lei societária). (...)A reunião prévia dos signatários do acordo de controle tem como fundamento formar a vontade da comunhão que daí resulta, a partir do confronto das vontades individuais*

Suas formalidades de convocação, instalação e deliberação não são disciplinadas em lei. Por isso, recomenda-se que o texto do acordo de acionistas as discipline detalhadamente, uma vez que é neste evento que se define o rumo das votações a serem feitas pelos signatários[14].

Vale repetir que o Acordo de Voto pode ter por objeto não apenas as deliberações da Assembleia Geral de Acionistas, mas também do Conselho de Administração. Assim, se um ou mais dos signatários do acordo for eleito para ocupar vaga no Conselho de Administração - e se o acordo de acionistas por ele assinado fizer referência à sua atuação neste órgão - estará este conselheiro/signatário obrigado a exercer suas funções de gestão sob as diretrizes do pacto parassocial.

Outra modalidade de Acordo de Acionistas é, quanto ao objeto, aquele que disciplina o direito que o acionista tem de negociar suas próprias ações. Tal Acordo de Acionistas, comumente chamado de Acordo de Bloqueio, tem por objetivo estabelecer restrições às condições normais de negociação das ações dos signatários[15].

---

traduzidas, eventualmente, em interesses ou posicionamentos contratantes." (CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*... ob. Cit. Pg. 222).

[14] Nesta "reunião prévia" o exercício do voto, pelos signatários do acordo de acionistas, também está sujeito ao princípio da proporcionalidade, sob pena de afronta a uma regra consagrada expressamente na legislação.

[15] O que ora se denomina "restrições às condições normais de negociação das ações" não significa, de forma alguma, inegociabilidade das mesmas. Portanto, será nula a eventual previsão, em acordo de acionistas, de vedação à transferência das ações dos contratantes. *"A imposição de um gravame de intransferibilidade, que não é objeto do Acordo, imporia em violar a própria essência do título, que foi criado para circular. Mais ainda, iria de encontro à norma da Lei, que protege sua negociabilidade, o que acarretaria sua nulidade, como já foi dito*". (LAMY FILHO. Alfredo. Acordo

Para estabelecer os requisitos a serem atendidos no caso de os signatários desejarem negociar suas ações, os Acordos de Bloqueio podem valer-se de alguns instrumentos.

O primeiro deles está em fixar, em favor dos demais partícipes, direito de preferência na aquisição das ações do signatário vendedor. Este direito de preferência deve, entretanto, ser limitado no tempo e deve respeitar a igualdade de condições com proposta de terceiros, como ocorre na generalidade dos casos de direito de preferência na aquisição de quotas ou ações.

Muito chamada também de "direito de primeira recusa", esta preferência obriga o signatário de acordo de acionistas a oferecer suas ações, em primeiro lugar, aos demais signatários do acordo, e só após a recusa deles é que está autorizado a negociá-las, pelo preço e nas condições da oferta recusada pelos outros partícipes do acordo, com terceiros[16].

Outro instrumento comumente empregado em acordos de bloqueio é a exigência de aprovação, pelos outros partícipes do acordo, do nome do comprador das ações de qualquer dos signatários. Assim a transferência das ações, pelo signatário do acordo, fica condicionada à aprovação, pelos demais contratantes, do nome do adquirente.[17]

---

de Acionistas: averbação de intransferibilidade de ações (PARECER) (in.). *Temas de S.A.* Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2007. Pg. 302)

16 A disciplina deste "direito de primeira recusa" em acordos de acionistas tem sérias implicações na conduta estratégica dos signatários. Tais implicações podem ser eficientes ou não, dependendo das circunstâncias e do grau de informação das partes. Sobre o tema, vale consulta ao texto: KAHAN. Marcel. *An Economic Analysis of Rights of First Refusal.* New York University Center for Law and Business. Working Paper #CLB-99-009. 1999.

17 "*Evidentemente, tal convenção de aceitação subjetiva deverá conter uma clara e suficiente cláusula liberatória, ou seja, de obrigação de aquisição dessas mesmas ações*

A obrigação de vender suas ações, em caso de determinada proposta de terceiro, também pode ser estabelecida em acordo entre os acionistas. Chamada de *drag along right*, tal cláusula dispõe, em síntese, que se um dos contratantes aceitar a oferta de terceiro por suas ações, todos os demais signatários também são obrigados a vender, para aquele proponente, suas respectivas participações no capital da companhia[18].

O acordo de acionistas não pode, como já salientado, contrapor-se ao estatuto social, que a ele é superior tanto em amplitude quanto em capacidade cogente. São nulas as cláusulas do acordo que afrontem a legislação ou os atos constitutivos da companhia à qual se refiram[19].

Neste mesmo sentido, vale também ressaltar que o acordo de acionistas não pode disciplinar matéria que, pela sua natureza, deva constar do Estatuto Social. Deste modo,

---

pelos signatários remanescentes do acordo que vetarem, intuitu personae, o ingresso do promitente-adquirente. Sem a instituição de cláusula liberatória, a convenção de prévio consentimento representaria um cerceamento ilegal do direito de livre disponibilidade patrimonial." CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011. Pg. 123.

[18] *"Essas disposições permitem que um sócio obrigue os demais acionistas assinantes do acordo a alienar sua participação no capital da companhia. O direito de arraste [*drag along right*] se sujeita à condição de que um terceiro formule uma oferta de compra de ações a algum dos acionistas assinantes. No evento desta condição, tal sócio poderá obrigar os demais acionistas a alienar suas respectivas participações no capital social".* REYES. Francisco. *Direito Societário Americano: estudo comparativo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013. Pg. 273.

[19] "*O acordo de acionistas é 'norma secundária' em confronto com o estatuto e,* a fortiori*, a lei, os quais assumem o papel de 'norma primária' no sentido hierárquico".* (COMPARATO. Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres*. Ed. Forense. 1981. Pg. 75). Decorrentes desta premissa são as conclusões de que em acordos de acionistas não podem ser excluídos ou limitados direitos essenciais dos sócios (art. 109 da Lei n. 6.404/76), assim como não se pode prever decisões cuja competência seja dos órgãos sociais.

o acordo de acionistas só tratar dos direitos de seus signatários ou a forma de exercê-los, sendo vedada a menção, em suas cláusulas, à estrutura ou atos da companhia, dos demais acionistas ou de terceiros.

O que se salienta, neste aspecto, é que o acordo de acionistas somente pode disciplinar o interesse de seus signatários em relação à companhia, sendo-lhe vedado cuidar, por exemplo, de questões atinentes à forma de gestão do empreendimento, aos poderes e deveres dos administradores ou outros acionistas.

Outro limite existente ao objeto de acordos de acionistas refere-se à impossibilidade de sua aplicação em declarações de verdade, que são aquelas nas quais o acionista se manifesta sobre a correspondência entre algo e a realidade.

Em tais hipóteses, o acionista é sempre obrigado a votar conforme sua impressão sobre pertinência entre o que é apresentado e o mundo real, como, por exemplo, quando ele aprova ou não a prestação das contas da administração. Nula é a cláusula que obriga o acionista a votar, em declarações de verdade, num ou noutro sentido[20].

Portanto, o acordo de acionistas só pode se referir a deliberações que tenham por conteúdo a manifestação do acionista quanto aos atos futuros da sociedade, ou seja, em declarações de vontade.

2.3 – quanto à forma

O instituto do Acordo de Acionistas pode assumir a forma típica ou atípica[21], conforme sejam ou não

[20] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. RECURSO ESPECIAL Nº 1.152.849 - MG (2009/0157602-6). Relator: Min. João Otávio de Noronha. Data de julgamento: 03 de Novembro de 2013.

[21] BARBI FILHO. Celso. *Acordo de Acionistas*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 1993. Pg. 96/97.

observadas as exigências formais estipuladas pelo art. 118 da Lei n. 6.404/76. Constata-se, portanto, que está na "forma prescrita em lei" a característica que tipifica o Acordo de Acionistas e o torna oponível a terceiros e à própria companhia.

Considera-se típico o acordo de acionistas elaborado segundo a estrita observância das regras formais do art. 118 da Lei n. 6.404/76 e atípico aquele que, embora tendo como partes acionistas de uma mesma companhia e por objeto o exercício de seus direitos de sócio, é constituído em negligência às regras formais do art. 118 da Lei n. 6.404/76.

O acordo de acionistas atípico não tem qualquer exigência formal específica como condição de validade, entre os seus signatários. Observadas as regras gerais do art. 104 do Código Civil, o pacto entre dois ou mais sócios de uma mesma companhia destinado a disciplinar a forma pela qual eles exercerão seus direitos de sócio é, entre eles, instrumento gerador de direitos e obrigações recíprocas.

A forma prescrita em lei, para o acordo de acionistas, é condição não de sua validade entre os signatários[22], mas de sua oponibilidade à companhia e a terceiros em geral. Assim, o acordo de acionistas que segue as regras formais do art. 118 da Lei n. 6.404/76 é, entre os contratantes, tão válido quanto aquele que ignora tais requisitos formais. A diferença está em que, observada a forma típica do acordo de acionistas, tem-se a oponibilidade a terceiros como efeito particular e específico.

São duas as exigências de forma previstas pelo art. 118 da Lei n. 6.404/76 como requisitos para a tipificação e consequente oponibilidade dos termos do acordo de

[22] CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011. Pg. 52.

acionistas à companhia, por um lado, e a terceiros, por outro.

A primeira está na necessidade de arquivar uma cópia do instrumento que formaliza o Acordo de Acionistas na sede da companhia integrada pelos contratantes, e em relação à qual se refere o pacto. Para esta finalidade, a cópia do acordo deve ser entregue ao órgão, setor ou departamento da companhia competente para cuidar do registro de ações[23]. Cumprida esta exigência, os termos do acordo são oponíveis à pessoa jurídica.

A segunda formalidade, necessária para a oponibilidade dos termos do acordo a terceiros (art. 118 par. 1º da Lei n. 6.404/76), está na exigência de se providenciar a averbação de uma cópia nos livros de registro e certificados de ações da companhia à qual se refira, se emitidos.

O art. 118 par. 10 da Lei n. 6.404/76 exige ainda que os acionistas vinculados por acordo indiquem, no ato do arquivamento, representante para comunicar-se com a companhia e para prestar e receber informações, quando solicitadas. Trata-se do síndico do acordo, que funciona, como mandatário dos contratantes, para as finalidades de informação e comunicação com a pessoa jurídica.

Segundo o par. 11 do art. 118 da Lei n. 6.404/76, os signatários de um acordo de acionistas são obrigados a prestar esclarecimentos sobre suas cláusulas, sempre que solicitados pela companhia. Se não atendida tal solicitação, o acordo não pode ser oposto nem à pessoa jurídica, nem a terceiros em geral.

---

[23] *"Quando a companhia entregar o serviço de escrituração, guarda, transferência e emissão de certificados de suas ações a instituição financeira especializada, como autoriza o art. 27 da Lei n. 6.404/76, o arquivamento deverá ser feito pelo setor da companhia que cuida das relações com a instituição financeira, ou, na sua ausência, pela Diretoria*". (BARBI FILHO. Celso. *Acordo de Acionistas*... ob. Cit. Pg. 137)

Além das formalidades acima, expressas no art. 118 da Lei n. 6.404/76, há outra, estipulada especificamente para as companhias abertas, constante do art. 2º pár. único da Instrução CVM n. 358/2002.

Segundo o texto desta norma, a companhia aberta é obrigada a publicar qualquer "fato relevante" a ela referente, sendo os acordos entre seus acionistas – especialmente os chamados acordos de controle – expressamente elencados como modalidades de "fato relevante" sujeitos, portanto, à publicação compulsória.

Ressalte-se que esta é uma obrigação da companhia, não dos signatários do acordo. A eventual não publicação de acordo de acionistas de companhia aberta não compromete sua oponibilidade a terceiros mas impõe à companhia – e não aos contratantes – os ônus decorrentes do descumprimento da supra referida Instrução emitida pela CVM[24].

3 – O Acordo de acionistas e suas repercussões sobre o processo de tomada de decisões na companhia

O acordo de voto tem por função básica obrigar seus signatários a exercerem este direito nas deliberações sociais sempre no sentido que for estabelecido em reunião prévia, da qual participarão os contratantes.

Em consequência, as discussões que se dariam em Assembleia Geral de Acionistas passam a ser efetuadas nesta reunião prévia, o que reduz os custos de transação

[24] O artigo 18 da Instrução n. 358 da CVM estipula que configura infração grave, para fins do art. 11 da Lei n. 6.385/76, a violação de seus dispositivos. Desta forma, deixar de publicar acordo de acionistas de companhia aberta, desde que devidamente arquivado em sua sede, sujeita os responsáveis – no caso, os gestores da sociedade anônima aberta - às sanções enumeradas pelo art. 11 da lei n. 6.385/76.

das deliberações assembleares[25]mas, por outro lado, acarreta um "esvaziamento" da Assembleia Geral de Acionistas no contexto do processo decisório da companhia, pois ela passará de órgão ratificador de iniciativas (ou seja, de órgão no qual as iniciativas são ou não validadas pela maioria do capital social) para órgão meramente homologador de decisões que já foram, na reunião prévia, submetidas ao princípio majoritário[26].

O acordo de voto, em virtude disso, reduz os custos do controle societário, já que para preencher os requisitos legais caracterizadores do acionista controlador - a maioria permanente nas deliberações da assembleia e na eleição dos administradores - basta ter a maioria das ações dentre os signatários do acordo, e não entre todos os acionistas da companhia.

Além de reduzir os custos do controle societário, o acordo de voto provoca também redução no poder decisório dos acionistas não signatários do pacto, pois eles não podem contar com eventual adesão, em uma determinada deliberação, de nenhum dos acionistas participantes do acordo.

Num contexto como o traçado pelo acordo de voto – especialmente o chamado acordo de controle – excluem-se as possibilidades de "maiorias eventuais", que decorrem, como o próprio nome indica, de concordância entre grupos de acionistas não alinhados previamente.

O acordo de voto, neste sentido, expropria poder decisório dos não signatários e o aloca nos signatários do

---

[25] Ao concentrar o controle societário sobre os acionistas contratantes, o acordo de voto assegura maior estabilidade na tomada de decisões, bem como reduz os custos de transação na aprovação das matérias, em assembleia geral de acionistas. Estabilidade e agilidade decisórias são, portanto, externalidades positivas decorrentes do acordo de voto. Há, porém, externalidade negativas a serem também consideradas.

[26] Entendido aqui como a maioria dos signatários do acordo, não dos acionistas da companhia.

pacto, mais especificamente no acionista majoritário dentre os contratantes[27]. Diminui o universo de ações ratificadoras das iniciativas e interfere diretamente na distribuição do poder votante na companhia, que deixa de ser a maioria das ações votantes e passa a ser a maioria das ações dentre os signatários do acordo.

Ao expropriar poder decisório dos acionistas não signatários do pacto, o acordo de acionistas expropria também parte do valor destas ações, cujo preço refletirá tal expropriação. Trata-se de uma externalidade negativa, gerada pelo acordo de voto, principalmente quando referente ao controle societário.

Repare que o acionista majoritário dentre os contratantes do acordo de voto consegue para si as vantagens do controle societário concentrado sem pagar pelo preço integral desta modalidade de controle, uma vez que não precisa ter a maioria das ações votantes da companhia, mas "apenas" a maioria dentre as ações dos contratantes.

Já os acionistas que não figuram como partes no acordo de voto têm, em virtude do pacto, menos poder decisório do que teriam, se considerados na totalidade do capital social.

Eles pagam por um determinado número de ações da companhia, mas, em virtude do acordo de voto

---

[27] *Let us consider agreements such that the voting rights of their participants sum up to the absolute majority of total voting shares. Then all relevant corporate decisions – that should be taken by the general shareholders' meeting – are de facto taken within the agreement, with the shareholders' meeting playing only a formal ratifying role. As a consequence, the redistribution of power among the participants to an agreement is not – in general – a zero-sum game: their VPCs sum up to a positive number equal to the overall voting power outside agreement of the non- participating shareholders, who loose their power due to the agreement. In other words, participants in agreements benefit from a "leverage effect": they are collectively able to get a voting power disproportional to their voting equity.* (BAGLIONI. Angelo. *Shareholders' Agreement and voting power: evidence from Italian Listed firms*. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1092864).

pactuado entre os outros sócios, passam a ter um poder decisório inferior ao que teriam, se considerados na totalidade do capital social, pois são afastados permanentemente do grupo formador da maioria nas deliberações assembleares.

Já o acordo de voto celebrado entre acionistas para a formação de minoria qualificada no capital social tem efeito contrário, no que tange à alocação do poder decisório na companhia.

Ao viabilizar a formação de uma minoria qualificada, este tipo de acordo de acionistas retira parte do poder decisório da maioria e o aloca sobre os signatários, que passam a ter uma influência superior à que teriam, se considerados isoladamente, nas decisões e eleições da companhia.

Sob outro aspecto, a pessoa ou grupo majoritário terá, como minoritários, não um conjunto de pessoas sem prerrogativas específicas no contexto das deliberações societárias, mas um grupo que, dado o acordo, conta com garantias e direitos mais amplos.

Também o acordo de voto entre majoritário e minoritários, quando destinado ao aumento de quórum de aprovação para certas deliberações assembleares, igualmente consegue o efeito de retirar parte do poder decisório do majoritário e realocá-lo na minoria signatária do pacto.

Se o acordo de voto impacta diretamente na tomada de decisões e valor das ações da companhia, o mesmo se verifica, sob diferentes aspectos, também quando se trata do denominado acordo de bloqueio, o qual, repita-se, estabelece limites à negociabilidade das ações dos contratantes.

Ao estabelecer tais limites o acordo de bloqueio retira – em companhias abertas, vale frisar - parte da liquidez das ações dos signatários, que já não mais dispõem da livre e rápida negociabilidade de seus papéis, aspecto

extremamente relevante para a eficiência do mercado de valores mobiliários.

Já em companhias fechadas, o acordo de acionistas que discipline regras de transferência das ações entre os sócios ou destes em relação a terceiros costuma ser, em sentido oposto, importante elemento redutor de custos de transação, principalmente no caso de divergências entre os acionistas.

Assim, quando um ou mais deles desejar deixar a sociedade, já se terá estipulado, no acordo, o modo pelo qual os outros sócios – remanescentes – poderão adquirir a participação do acionista retirante, inclusive com os critérios de fixação do preço. Neste caso, evita-se a indefinição que advém da falta de regras claras a disciplinar uma eventual composição de interesses entre acionistas divergentes.

4 – Acordo de acionistas e sociedade *holding* como instrumentos de uniformização de decisões societária: uma abordagem comparativa

Em sociedades nas quais a maioria do capital social votante pretende-se concentrado na titularidade de um grupo determinado e fixo de pessoas, o acordo de acionistas costuma "rivalizar", como instrumento uniformizador de decisões, com as chamadas *holdings*[28], que são pessoas jurídicas criadas para serem titulares da maioria das ações votantes da sociedade que se pretende controlar. Veja-se um exemplo:

Os interessados em deter, juntos, a maioria do capital votante da sociedade – *A* - criam uma pessoa jurídica - *B* - para que esta última seja titular das ações de - *A* - em grau suficiente para controlá-la.

---

[28] FERNÁNDEZ. Joan Egea. Protocolo familiar y pactos sucesórios. *Revista para el análisis del derecho*. Barcelona. Julho 2007.

Dita sociedade - *B* - denominada "holding", terá seu capital integralizado com ações da sociedade – A – e seus sócios serão aqueles que, desta forma, juntos conseguem influir decisivamente sobre as deliberações sociais e eleição dos administradores de – A. Tem-se então que os sócios da sociedade - B - exercem, por meio desta pessoa jurídica, o controle sobre a sociedade A.

Neste caso, todas as deliberações sobre os atos da sociedade - A - concentram-se nas Assembleias Gerais de Acionistas da sociedade – B - cujo capital será dividido conforme o número de ações da sociedade – A - integralizado por seus sócios.

A criação de *holding* tem maior poder de afastar da sociedade controlada os conflitos societários que podem surgir entre os acionistas. Assim, eventuais divergências, de qualquer ordem, entre os sócios da *holding* terão menos impacto sobre as deliberações e atos da sociedade controlada do que se tal divergência ocorrer entre acionistas signatários de um acordo.

Por outro lado – e talvez mesmo por isso - o desfazimento, em relação a si, do acordo de acionistas é menos complexo e custoso, para o contratante, do que a realização do recesso ou dissolução parcial da *holding*, principalmente por não envolver necessidade de transferência patrimonial, já que, no caso do acordo, as ações nunca saíram da titularidade do contratante.

Vale também salientar que quando se opta pela criação de uma sociedade *holding*, o grau de abrangência da relação entre os acionistas é maior e mais profundo, se comparado com o acordo de acionistas.

Isto porque um acordo de acionista pode vincular seus partícipes apenas no que diz respeito a determinados direitos em relação à companhia, enquanto no caso de sociedade *holding* conjugam-se, nela, a totalidade dos direitos de sócio.

Por outro lado, o acordo de acionistas pode

apresentar, como se demonstrará no item seguinte, graves dificuldades na sua execução, o que o torna menos confiável, como instrumento uniformizador de decisões, do que a criação de uma pessoa jurídica *holding*.

Assim – e de forma sintética e abstrata – pode-se concluir, com significativo grau de confiança, que o acordo de acionistas deve ser empregado quando os contratantes desejam a opção por eventual desfazimento menos complexo e custoso de suas relações, enquanto a *holding* se mostra mais adequada quando a preocupação fundamental for a estabilidade e rigidez nas relações e no exercício do controle[29].

5 - A regra da execução específica do acordo de acionistas e seus reflexos sobre o comportamento estratégico dos contratantes

O acordo de acionistas versa, como já frisado, essencialmente sobre a forma pela qual as partes vão exercer seu direito de negociar suas ações (acordo de bloqueio) ou de votar nas deliberações sociais (acordo de voto). Tratam-se, em síntese, de obrigações que comportam execução *in natura*, ou seja, mediante suprimento judicial do ato ilegalmente omitido pelo contratante.

A regra da execução específica do acordo de acionistas está expressamente consagrada pela Lei n. 6.404/76 (art. 118 par. 3º). Significa dizer que as obrigações de dar ou fazer estipuladas em tais acordos são exigíveis, por via judicial, em sua forma original. Esta exigibilidade específica se desdobra, no contexto do art. 118 da Lei n.

---

[29] "*Se se tentasse estabelecer uma ordem gradativa de aprisionamento da vontade do acionista, ter-se-ia, como forma mais branda, o acordo do direito brasileiro, depois o* pooling agreement*, em seguida o* voting trust*, o sindicato acionário e, por último, a holding, como mecanismo mais rígido e irreversível*". BARBI FILHO. *Acordo de Acionistas*... ob. Cit. pg. 52.

6.404/76, em duas previsões respectivamente estipuladas nos parágrafos 8º e 9º.

Na primeira delas, tem-se que o presidente da assembleia ou do órgão colegiado de deliberação da companhia tem o dever de não computar o voto proferido com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado.

Na segunda, fica estipulado que o não comparecimento à assembleia ou às reuniões dos órgãos de administração da companhia, bem como as abstenções de voto de qualquer parte do acordo de acionistas ou de membros do conselho de administração, eleitos nos termos de acordo de acionistas, assegura à parte prejudicada o direito de votar com as ações pertencentes ao acionista ausente ou omisso e, no caso de membro do conselho de administração, pelo conselheiro eleito com os votos da parte prejudicada.

Os dispositivos em análise geram grandes discussões e controvérsias entre aqueles que se dispõem a analisa-los.[30]Boa parte destas divergências devem-se, é possível afirmar, ao fato de haver soluções legais diferentes para as hipóteses em que um acionista vinculado ao acordo expressamente vota contra o estipulado no pacto e aquela na qual este sócio opta por não comparecer ou se abster na deliberação.

No primeiro caso, o presidente da Assembleia ou do órgão colegiado deve deixar de computar o voto proferido contra o acordo arquivado, mas não tem o poder de suprir a vontade do acionista, ou seja, de contar seu voto no sentido em que este deveria ter sido proferido[31].

---

[30] Sobre tais divergências, vale consulta à sistematização contida em: RIBEIRO. Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. Pgs. 341 a 348.

[31] "*Atribui-se ao presidente da assembleia geral, entretanto, uma autoridade limitada: pode ele negar-se a computar o voto lançado contra os termos do acordo, mas não pode suprir a vontade do devedor e agir positivamente, votando como supõe*

O sócio que afronta, como sua declaração expressa na assembleia geral, o pactuado por ele no acordo de acionistas será, para todos os efeitos, equiparado àquele sócio que tenha se ausentado da deliberação, pois suas ações não serão consideradas, na apuração final dos votos proferidos. Na prática, é como se o acionista que votou expressamente contra o acordo por ele assinado não houvesse comparecido à assembleia geral de acionistas.

Já na segunda hipótese – não comparecimento ou abstenção de um dos signatários do acordo de acionistas – os demais contratantes ou o representante deles poderão votar pelo ausente, no sentido estipulado pelo acordo[32]. Assim, a ausência de um dos signatários não gera qualquer prejuízo aos demais ou ao cumprimento do acordo, pois os contratantes presentes podem votar pelo ausente, no sentido que fora pactuado no acordo de acionistas por eles assinado.

Chega a ser curioso notar que, na forma com está redigido o art. 118 da Lei n. 6.404/76, o acionista que esteja presente na deliberação e expressamente vote contra os termos do acordo por ele assinado será, para este efeito, considerado ausente, já que seu voto não é, naquela oportunidade, computado nem no sentido proferido por ele, nem na forma como deveria, pelos termos do acordo de acionistas, ter sido manifestado.

---

que o acionista inadimplente deveria ter votado". ARAGÃO. Paulo Cezar. A disciplina do Acordo de Acionistas na Reforma da Lei das Sociedades por ações (Lei n. 10.303/01). (In:). LOBO. Jorge. (Coord.). *A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003. Pg. 373.

[32] Em comentário ao par. 9º do art. 118 da Lei n. 6.404/76, Calixto Salomão Filho afirma: *"Passa a ser possível, exatamente como ocorre com os órgãos sociais, obter uma manifestação única de seus membros, sem a existência de mandato."* (SALOMÃO FILHO. Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª edição. Ed. Malheiros. São Paulo. 2006.Pg. 118).

Por outro lado, o acionista ausente ou omisso na deliberação será, para os efeitos do cômputo de seu voto, tratado como presente e, mais do que isso, votante, como se ali estivesse e expressamente declarasse sua vontade no exato sentido estipulado pelo acordo de acionistas.

Se o acionista vota expressa e deliberadamente contra o estipulado em acordo por ele assinado, seu voto não será computado, mas não se permite que o mesmo seja contabilizado, pelo presidente da assembleia ou órgão colegiado, no sentido em que deveria ter sido manifestado, ou seja, nos termos do acordo.

Esta simples não contabilização do voto manifestado expressamente contra o estipulado em acordo de acionistas pode inviabilizar, ao menos naquela oportunidade, a aprovação da matéria objeto de votação, frustrando a fundada expectativa dos demais signatários do pacto.

Tem-se, desta forma, que a previsão do par. 8º do art. 118 da Lei n. 6.404/76 pode, na prática, ser usada por um dos signatários como forma de impedir a aprovação de uma deliberação assemblear prevista em acordo de acionistas por ele assinado, quando não for estrategicamente interessante, para ele, acompanhar os demais signatários do pacto.

Caberá a estes demais partícipes do acordo, com base no art. 118 par. 3º da Lei n. 6.404/76, buscar o suprimento judicial da vontade que deveria ter sido declarada pelo acionista que viola o pactuado, ou seja, a execução específica do acordo de acionistas negligenciado.

Esta execução específica, porém, não se dá imediatamente. Ao contrário, acarreta os custos do suprimento judicial, nos quais se incluem o tempo até a obtenção da decisão e os demais dispêndios com a instauração e condução do processo.

Entre a data em que a deliberação era oportuna e necessária para os negócios sociais e o pronunciamento de

decisão judicial que, com base nos parágrafos. 3º e 8º do art. 118 da Lei n. 6.404/76, supra o voto dado expressamente com violação ao acordo de acionistas, a execução específica aqui tratada pode se mostrar já inoportuna e inútil para a sociedade e para os sócios.

Assim, a solução legal para o voto expressamente dado contra acordo de acionistas permite àquele que, de forma oportunista, deseja descumpri-lo, algo que os economistas chamam de "descumprimento eficiente" do contrato, e coloca os demais signatários na necessidade de renegociar os termos do acordo original, de forma a reverter o voto contrário dado por um deles, ou de incorrer nos custos – principalmente de oportunidade – de buscar a execução específica do acordo[33].

Por outro lado, o par. 9º do art. 118 da Lei n. 6.404/76 impede que a ausência ou abstenção do contratante sejam usadas como meios de frustrar o cumprimento de acordo de acionistas. Ausentar-se ou abster-se de votar não é, para o acionista, um mecanismo de descumprimento eficiente do acordo por ele assinado.

Tem-se então que o art. 118 da Lei n. 6.404/76 torna, para aquele acionista que pretenda violar o acordo por ele assinado, o comparecimento e expresso voto contrário aos termos do pacto uma estratégia estritamente dominante [34] .

---

[33] *"O remédio jurídico da indenização dá ao promitente* [o acionista que vota expressamente contra os termos do acordo por ele assinado] *a opção de cumprir a promessa ou de descumpri-la e pagar a indenização. O promitente pode escolher a alternativa mais barata. Em contraposição a isso, o remédio jurídico da execução específica dá ao promissário* [demais signatários do acordo de acionistas] *o direito ao cumprimento da promessa, independentemente do seu custo. Exercer esse direito nas circunstâncias erradas causa a ineficiência. Para evitar o exercício ineficiente do direito à execução específica, as partes precisam conseguir renegociar o contrato."* COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Direito e Economia*. Ed. Bookman. Porto Alegre. 2010. pg. 267.

[34] Estratégia estritamente dominante é aquela que se mostra a melhor ação para aquele jogador, qualquer que seja a estratégia do outro ou dos outros jogadores. *"Um jogador racional adotará uma estratégia dominante*

Em verdade, tanto no caso de acionista omisso quanto daquele que vota expressamente contra o acordo há - ainda que em diferentes medidas - o exercício, pelo presidente da assembleia ou do outro órgão colegiado, de poder de autotutela, pois o art. 118 da Lei n. 6.404/76 lhe permite verificar, no caso de ausência ou omissão de um dos contratantes, a pertinência do voto dado pelos outros signatários (pár. 9º), assim como deve ele aferir a afinidade ou não entre os termos do acordo arquivado e o voto dado em uma deliberação (pár. 8º)[35].

Assim, se em ambos os casos há a admissão legal da autotutela, não há razão pela qual a solução legal deva ser distinta. Mais eficiente, para a segurança e credibilidade dos termos do acordo de acionistas, que tanto na hipótese de voto contrário quanto de ausência ou abstenção do signatário os votos fossem todos computados no sentido do pacto, com os eventuais abusos sendo, claro, suscetíveis de discussão e eventual reparação por via judicial.

6 - Acordo de quotistas

Discute-se a possibilidade de utilização de acordos entre quotistas da sociedade limitada com as mesmas características estruturais e efeitos do acordo de acionistas aqui discutido.

Para que se possa concluir em um ou noutro sentido, faz-se adequado analisar a pertinência ou não dos supra analisados elementos estruturais do acordo de acionistas ao contexto jurídico da sociedade limitada.

---

sempre que ela existir". BIERMAN. H. Scott. FERNANDEZ. Luis. *Teoria dos Jogos*. 2ª edição. Ed. Pearson Prentice Hall. São Paulo. 2011. Pg. 9.

[35] O par. 8 do art. 118 da Lei n. 6.404/76 não permite, por ato do presidente da deliberação, o suprimento do voto contrário ao acordo de acionistas, mas também não lhe nega poder de autotutela, pois lhe autoriza a um só tempo aferir a contrariedade entre o voto dado e aquele que deveria ter sido manifestado e também a não computa-lo na apuração final.

Quanto às partes, é de se concluir que inexiste obstáculo a que os sócios de uma mesma sociedade limitada possam entre si contratar a forma pela qual exercerão seus direitos de sócio na pessoa jurídica que integram, do mesmo modo que se viu em relação aos acionistas de uma mesma companhia.

Tal obstáculo também inexiste quanto ao objeto destes acordos, uma vez que o exercício dos direitos, em uma sociedade limitada, também pode ser validamente pactuado, entre os sócios, nos moldes verificados para o caso das sociedades anônimas.

Se, no que tange às partes e objeto, a matéria não causa dúvida plausível, o mesmo não se pode dizer com relação aos requisitos formais do acordo de quotistas e, em consequência disso, à sua oponibilidade em relação à sociedade e a terceiros.

O art. 118 da Lei n. 6.404/76 estipula, repete-se, dois requisitos de forma indispensáveis à oponibilidade do acordo de acionistas à companhia e a terceiros. São eles o arquivamento na sede da sociedade e sua averbação no livro de registro de ações, quando for o caso.

Já à primeira vista verifica-se que tais requisitos de forma são inaplicáveis – se tomados literalmente - à estrutura jurídica de uma sociedade limitada, especialmente no que tange à averbação do instrumento do acordo em livro de registro que, em momento algum, é legalmente referido nas normas que disciplinam a sociedade limitada (arts. 1.052 a 1.086 do Código Civil).

Há na doutrina o entendimento de que, em se tratando da sociedade limitada, a averbação de acordo entre sócios no livro de registro de ações - prevista no art. 118 da Lei n. 6.404/76 - possa ser validamente suprida, se prevista a regência supletiva pela lei das sociedades anônimas, pelo arquivamento do acordo de quotistas no órgão público de registro onde esteja inscrita a sociedade limitada em questão.[36]

---

[36] CORVO. Erick. Acordos de sócios de sociedades limitadas à luz do Código Civil de 2002. (In:). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.)

Se considerada suprida, na forma citada, a exigência formal do art. 118 da Lei n. 6.404/76, poder-se-ia conceber, a partir daí, uma modalidade "típica" de acordo de quotistas, a qual, nos moldes dos acordos de acionistas típicos, seria oponível à sociedade e a terceiros em geral. Há, porém, algumas ponderações a fazer a esse respeito.

Em primeiro lugar, não parece adequado substituir-se requisitos de forma essenciais à publicidade de um ato. Um acordo de acionistas típico é um negócio jurídico solene e suas formalidades não podem ser, em virtude de sua inexequibilidade na sociedade limitada, substituídas por outras que se entenda "análogas".

Não se pode, sob o argumento de que a pretendida publicidade é assim alcançada, substituir meios legalmente estipulados como requisitos para tal efeito, como se está a fazer quando um acordo de quotistas é averbado no órgão de registro da pessoa jurídica com a pretensão de atender à exigência de sua inscrição em um livro que sequer existe neste modelo societário (o livro de registro de ações).

Vale ainda observar que, no caso das deliberações em assembleia geral de acionistas, o art. 118 da Lei n. 6.404/76 indica que seu presidente é responsável por zelar pela aplicação dos termos do acordo de acionistas típico.

As sociedades limitadas nem sempre terão, em sua estrutura organizacional, uma assembleia de sócios. Assim, em uma sociedade limitada na qual os quotistas deliberem por simples reunião – sem, como se verá, formalidades de realização – quem será responsável por zelar, na deliberação, pelos termos do acordo de quotistas?

Cabe ainda questionar se o órgão de registro da sociedade limitada tem - ou, antes disso, se pode ter – o poder de zelar por eventual acordo de bloqueio entre quotistas e assim

---

Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos – Liber Amicorum Prof. Dr. Eramos Valladão Azevedo e Novaes França. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011. Pg. 113.

inadmitir o arquivamento de cessão de quotas sob o argumento de que a transferência estaria a afrontar acordo de quotistas ali arquivado. Parece claro que tal competência não pertence à Junta Comercial ou ao Cartório de Registro Civil das Pessoas Jurídicas.

Por fim, a possível regência supletiva pela Lei n. 6.404/76 não permite que se aplique à sociedade limitada institutos que são incompatíveis com sua estrutura. A se conceber tal possibilidade, na verdade se está a admitir a criação de um modelo societário "híbrido", o que afronta as mais elementares regras de direito societário.

Deste modo, não há como pretender, para a sociedade limitada, uma modalidade "típica" de acordo de quotistas, nos moldes daquele existente no contexto das companhias. Acordos de quotistas são válidos, se atendidos os requisitos de parte e objeto aplicáveis aos acordos de acionistas, mas não são oponíveis, dada sua essencial atipicidade, à sociedade e terceiros em geral.

O descumprimento de acordo de quotistas deve ser reparado não por meio da execução específica de seus termos – algo particular ao acordo de acionistas típico – mas por meio das eventuais medidas indenizatórias, dado seu caráter privado.

O mesmo se verifica também com outras modalidades de convenções de voto que não seguem o modelo tipificado pelo art. 118 da Lei n. 6.404/76. São acordos válidos, mas inoponíveis à companhia.

É o caso, por exemplo, do acordo pelo qual o acionista aliena fiduciariamente suas ações permitindo, com isso, que o fiduciário exerça, em nome próprio, o direito de voto sobre elas ou, ainda, os pactos pelos quais o acionista preserva a propriedade das ações mas transfere a terceiros o direito de voto relativo a elas[37].

[37] RIBEIRO. Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009. Pg. 346/347.

CAPÍTULO X

Administração de sociedades: composição, atribuições e deveres

1 – Caracterização legal e atribuições do administrador

A sociedade empresária é, como espécie de pessoa jurídica, uma entidade apta a adquirir direitos e contrair obrigações. É claro, entretanto, que a capacidade da pessoa societária é limitada, se comparada à das pessoas físicas, pois somente está habilitada a praticar atos jurídicos que, diretamente ou não, tenham relação com a atividade econômica por ela desenvolvida.

Vale notar também que, embora dotadas pela legislação da capacidade para praticar validamente numeroso elenco de atos e negócios, as pessoas jurídicas, como se sabe, não existem no mundo dos fatos.

Assim, enquanto as pessoas físicas podem manifestar e implementar sua vontade por meio de sua direta interação com os demais sujeitos de direito, as pessoas jurídicas em geral – e as sociedades em particular - necessitam de pessoas físicas que as "corporifiquem" no mundo dos fatos, praticando atos jurídicos em seu nome e interesse.

Desta necessidade advém a figura do administrador, que pode ser definido, sob o aspecto jurídico, como a pessoa ou o grupo de pessoas físicas legalmente autorizadas a praticar atos jurídicos em nome, por conta e risco da sociedade personificada[1].

[1] O Código Civil (art. 1.011 par. 1º) e a Lei n. 6.404/76 (art. 147) estabelecem hipóteses de inelegibilidade para o exercício da administração de sociedades.

O administrador da sociedade é o instrumento de que se vale a pessoa jurídica para colocar-se diante daqueles com os quais vá praticar algum ato jurídico. É a pessoa ou grupo de indivíduos dotados dos poderes necessários à prática das condutas direta ou indiretamente voltadas para a consecução do objeto da sociedade[2].

É de lembrar, entretanto, que a função do administrador em uma sociedade supera – e em muito – a de simplesmente corporificá-la na aquisição de direitos e obrigações. Se perante terceiros a principal atribuição da figura do administrador está na sua aptidão para praticar atos jurídicos pela sociedade que administra, internamente seu trabalho ganha outros contornos.

No interior da empresa a administração da sociedade envolve a escolha e implementação de todas as medidas tendentes – ao menos de forma potencial – a conduzir a organização econômica da forma mais produtiva e lucrativa possível.[3]

A tarefa do administrador é conduzir a sociedade no exercício da empresa. A sua atribuição jurídica para contrair direitos e obrigações em nome da sociedade é mera

---

[2] Vale citar, neste sentido, o texto do art. 1.022 do Código Civil brasileiro: *a sociedade adquire direitos, assume obrigações e procede judicialmente, por meio de administradores com poderes especiais, ou, não os havendo, por intermédio de qualquer administrador.*

[3]Administrar uma sociedade *"(...) implica responsabilidade em procurar modelar o ambiente econômico; em planejar, iniciar e levar adiante alterações nesse ambiente; e em constantemente alargar os limites que as circunstâncias econômicas impõem à capacidade de contribuição da empresa. O possível (as"condições econômicas" do economista) constitui, portanto, apenas um pólo da direção da empresa. O outro pólo é representado pelo que se apresenta como desejável no âmbito do interesse da economia e da empresa. E (...) cabe à direção a tarefa específica de transformar aquilo que é desejável em possível, primeiro, depois em realidade. A administração não é mera criatura da economia; é também criadora. E é apenas na medida em que domine as circunstâncias econômicas e as altere, através de atos conscientemente conduzidos, que ela realmente dirige."* DRUCKER, Peter F. *Introdução à Administração*. São Paulo: Thomson – IOB, 2004.p. 33/34.

decorrência do verdadeiro ônus que possui: empregar seus conhecimentos e habilidades pessoais para, diante das limitações materiais e financeiras e das circunstâncias econômicas que o cercam, gerar lucro a partir da atividade empresarial desenvolvida pela sociedade[4].

Se os empregados da sociedade contribuem para a empresa com o fator trabalho, os sócios e credores com o fator capital e a natureza com a matéria-prima, cabe ao administrador, em síntese, a tarefa de dar organização a estes fatores de produção, combinando-os de forma a efetivamente transformá-los em uma empresa.

2 – Natureza jurídica da relação entre administrador e sociedade empresária administrada

A natureza jurídica da relação entre a sociedade empresária, seus sócios e seus administradores é tema sobre o qual já se preocuparam grandes autores do Direito Empresarial, os quais desenvolveram ou aderiram a diferentes teorias sobre o assunto.

Cesare Vivante via na relação entre administrador e sociedade administrada uma modalidade do contrato de mandato, pelo qual aquele estaria obrigado a colocar em prática a vontade desta.[5]

---

[4] Os decisivos reflexos que a estrutura, a composição e o perfil dos integrantes da administração de uma sociedade têm sobre o resultado econômico de suas atividades não escapa ao estudo de juristas, especialmente no Direito Norte-americano. Veja-se, a título de exemplo: ROMANO. Roberta. BHAGAT. Sanjai. Empirical Sudies of Corporate Law. *Center For Law, Economics and Public Policy - Yale Law School*. Research Paper No. 316. New Haven, May 2005. 108 p.

[5] VIVANTE, Césare. *Tratado de Derecho Mercantil. Vol. II*. 1ª ed. Madrid: Editorial Réus, 1932. p. 285 e segs.

Assim o administrador – e também os órgãos por ele integrados, como a Diretoria e o Conselho de Administração – enquanto mandatário da sociedade, não responde patrimonialmente pelos atos praticados, desde que tenha agido nos limites dos poderes a ele conferidos.

Em face desta teoria o administrador está obrigado a respeitar e cumprir fiel e estritamente a vontade de seus mandantes, representados, no caso, pelos sócios que o tenham escolhido e conferido o exercício de suas funções.

Embora defendida por autor do porte de Cesare Vivante esta concepção foi – e ainda é – alvo de numerosas e agudas críticas como a de Tullio Ascarelli (reproduzida por Rubens Requião)[6] para quem a teoria em questão não se sustenta face à constatação de que os administradores da sociedade podem manifestar e implementar sua vontade pessoal na gestão dos negócios sociais, o que os diferenciaria da figura do mandatário, a quem incumbe pura e tão somente efetuar, por em prática, o desejo do mandante.

É a partir deste pressuposto – qual seja o de que o administrador da sociedade tem poderes para interferir na vontade da pessoa jurídica administrada, ao contrário do que se verifica no caso do mandatário – que Pontes de Miranda concluiu que o administrador da sociedade é, na verdade, um órgão da pessoa jurídica[7].

---

[6] REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial. Vol I.* 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 423.

[7] *"O órgão não representa, presenta. A pessoa jurídica é que assina o título de crédito, ou qualquer título circulável, ou o instrumento público ou particular de contrato, ou qualquer ato jurídico, negocial ou não, posto que a mão que escreve seja a do órgão da sociedade, uma vez que o nome de quem materialmente assina integre a assinatura. A pessoa jurídica pode outorgar poderes de representação. Mas o órgão tem outros poderes, que resultam de sua investidura, na conformidade dos atos constitutivos ou dos estatutos, ou de lei. O representante figura em nome do representado; o órgão não é figurante; quem figura é a pessoa jurídica ela se vincula em seu próprio nome".* PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti.

Seguindo a linha apontada por Pontes de Miranda, vários foram os autores que aderiram à teoria do administrador como órgão da pessoa jurídica.[8]

A administração da sociedade realmente encontra-se estruturada a partir da noção órgão social, entendido como grupo de competências legalmente fixadas[9]. A Diretoria e o Conselho de Administração das Sociedades Anônimas, por exemplo, são núcleos de atribuições normativamente organizados para melhor gestão do objeto da sociedade e dos sócios.

Não se deve confundir, entretanto, tais órgãos com as pessoas físicas que os componham, os chamados agentes. O órgão não se confunde com a pessoa que o integra[10]. A Diretoria é um órgão; os diretores são agentes deste órgão. O Conselho de Administração é um órgão; os Conselheiros de Administração são agentes deste órgão.

Os administradores são pessoas que agem por conta da sociedade empresária. São escolhidos pela vontade social (que, no caso das sociedades empresárias, emana da vontade de seus sócios) para legitimamente exercerem as atribuições referentes ao órgão do qual passam a ser agentes. Praticam atos na condição de agentes dos órgãos sociais.

O agente público é investido nos seus poderes por diferentes meios legalmente fixados (provimento em cargo,

---

Tratado de Direito Privado. Vol n. 49. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961. p. 113.

[8] LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S. A. Vol. II*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. p. 426.

[9] Complementa tal afirmativa o texto do art. 139 da Lei n. 6.404/76, que diz: "*As atribuições e poderes conferidos por lei aos órgãos de administração não podem ser outorgados a outro órgão, criado por lei ou pelo estatuto.*"

[10] BANDEIRA DE MELLO, Oswaldo Aranha. *Princípios Gerais de Direito Administrativo. V. II*. Rio de Janeiro: Forense, 1974. p. 78 e segs.

admissão em função, etc.) e torna-se responsável por implementar os interesses do Estado.

O administrador de sociedade empresária é investido nos seus poderes pela vontade dos sócios, mas, uma vez no exercício de suas funções, ele tem que implementar não a vontade dos sócios que o tenham escolhido (como ocorreria no caso do mandato) mas o interesse da pessoa jurídica.

A função dos administradores é diferente da do mandatário. Este põe em prática a vontade do mandante. Os administradores põem em prática o interesse da pessoa jurídica, não dos sócios que os elegeram. Devem os administradores exercer suas funções no interesse da pessoa jurídica a quem os seus atos são imputados[11], de forma análoga ao que se verifica entre os agentes públicos e o Estado.

3 – A separação entre a propriedade e a gestão das sociedades empresárias

A administração de uma sociedade empresária exige do administrador conhecimentos que, em boa parte das vezes, os sócios do empreendimento não apresentam. Os sócios são as pessoas que se dispõem a agrupar seus recursos financeiros disponíveis na constituição de uma sociedade para, através do exercício de uma empresa, obterem lucro, aumentando o capital investido quando da constituição da pessoa jurídica.

É regra geral, no momento da constituição da sociedade, em que a empresa está ainda incipiente, que os próprios sócios se dediquem à tarefa de administrá-la.

---

[11] TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da Administração das Companhias, In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 437.

Porém, com o sucesso do empreendimento e seu conseqüente aumento de complexidade, torna-se necessário contar com a ajuda de profissionais formados na tarefa de administrar o negócio.

Neste momento é comum que os sócios, empreendedores dotados ao mesmo tempo de iniciativa empresarial e recursos financeiros para investir nesta atividade, não tenham a formação acadêmica, a experiência profissional ou mesmo condições físicas de desempenhar todas as tarefas administrativas que, com o evoluir da empresa, tornam-se essenciais ao seu bom desempenho.[12]

Nas Sociedades Limitadas, cuja estrutura é mais adequada a pequenos e médios empreendimentos, a legislação pressupõe um perfil mais ou menos uniforme dos sócios. A Sociedade Limitada é, como apontado, composta normalmente por pessoas de condições econômicas, técnicas e intelectuais muito semelhantes.

São pessoas de uma mesma família, colegas de profissão ou amigos que se agrupam face à mútua confiança e credibilidade. Constituem a sociedade com o objetivo de exercerem uma atividade empresarial sobre a qual todos tenham algum grau de conhecimento, o que os habilita, no momento inicial do empreendimento, a praticar diretamente a gestão.

Apenas numa fase posterior, com o já comentado aumento na complexidade da atividade empresarial, é que

---

[12] *"A maior parte das empresas nasce de fundadores-proprietários, que inicialmente acumulam as funções de proprietários e gestores. À medida que as empresas crescem e, com o passar do tempo, seus fundadores morrem, nem sempre os descendentes reúnem as condições ou tem interesse em substituí-los, mas herdam a propriedade. O processo inevitável é então o de separação entre a propriedade e a gestão – um processo que avança e se desdobra com o correr do tempo, tornando a propriedade ainda mais dispersa entre milhares de acionistas não organizados, cada vez mais afastados da administração diária dos negócios."* ROSSETTI, José Paschoal. ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa – fundamento, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas. 2004. p. 43.

se verifica a cisão entre a propriedade das quotas e a administração da sociedade, sempre com o objetivo de tornar mais eficiente a gestão social.

A separação entre os proprietários (sócios) da sociedade limitada empresária e seus administradores é benéfica e mesmo recomendável. Os sócios da sociedade afastam-se de boa parte das tarefas administrativas da empresa, outorgando-as a outros profissionais mais qualificados tecnicamente para a função.

Nas Sociedades Anônimas, por outro lado, tal cisão é pressuposta pela legislação. A Sociedade Anônima, por excelência o formato jurídico da grande empresa, deve agrupar, espera a legislação, um número potencialmente grande e diversificado de sócios (acionistas).

O grupo de acionistas naturalmente tende a reunir pessoas com diferentes objetivos profissionais e pessoais, além de apresentarem grandes disparidades econômicas, técnicas e intelectuais. Em uma genuína Sociedade Anônima há inúmeros perfis de acionistas.

Tem-se, a título de exemplo, aqueles com interesses exclusivamente especulativos, que compram e vendem ações constantemente com o único objetivo de lucrar com tais transações, outros que procuram os dividendos gerados pelos lucros da empresa e também os que pretendem ter o controle sobre a companhia.

Embora sejam pessoas de características potencialmente tão diferentes, não é recomendável que a administração do empreendimento fique diretamente a seus cuidados, dada a complexidade inerente a atividades de tal potencial econômico e o fato de que a uns falta capacidade técnica para a gestão e a outros falta interesse em assumir esta tarefa, havendo também aqueles que não dispõem de número suficiente de ações para se elegerem.[13]

---

[13] *"Nas sociedades anônimas, em substância, o direito parte do conceito de que, em conseqüência do número dos acionistas e da variabilidade deles, o sócio, como tal,*

Deste modo a Lei das Sociedades Anônimas procura viabilizar e implementar a divisão da função de administrar a sociedade entre diferentes pessoas ou grupos investidos legalmente de tais atribuições.

4 – Administração singular e colegiada na legislação brasileira

É válido classificar a forma pela qual os administradores de sociedades empresárias estão organizados para o exercício de suas funções segundo alguns importantes critérios, os quais em regra decorrem originalmente da análise de órgãos estatais mas podem, com sucesso, ser aplicados também à compreensão das pessoas jurídicas empresárias[14] .

---

não pode administrar, direta e pessoalmente, a sociedade. Daí a distinção entre sócios e diretores: entre um órgão deliberativo (assembléia) e um órgão que preside à gestão normal da sociedade (diretores).” ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 1ª ed. Campinas: Bookseller. 2001. p. 482

[14] Maria Silvia Zanella Di Pietro relata que comumente classificam-se os órgãos públicos, quanto à sua composição, em singulares e coletivos, conforme sejam integrados por um único indivíduo ou vários. Lembra, porém, que Renato Alessi apresenta critério um pouco diverso, preferindo falar em órgãos burocráticos e colegiados. *“Os primeiros são aqueles que estão a cargo de uma só pessoa física ou de várias pessoas ordenadas verticalmente, isto é, de forma que cada uma delas possa atuar individualmente, porém ligadas, para sua necessária coordenação, por uma relação hierárquica. Quando se fala, por exemplo, de uma Diretoria, sabe-se que existe o Diretor, que é o responsável pelo órgão, mas dentro desse órgão existem outras pessoas ligadas ao dirigente, como secretárias, datilógrafos, contínuos. Já os órgãos colegiados são, ao contrário, formados por uma coletividade de pessoas físicas ordenadas horizontalmente, ou seja, com base em uma relação de coligação ou coordenação, e não uma relação de hierarquia; são pessoas situadas no mesmo plano e que devem atuar coletivamente em vez de individualmente, concorrendo a vontade de todas elas ou da maioria para a formação da vontade do órgão*.” DI PIETRO, Maria Silvia Zanella. *Direito Administrativo*. 14ª ed. São Paulo: Atlas. 2002. p. 351.

Há o modo colegiado, em que os administradores deliberam entre si por maioria de pessoas - não de capital - e extraem uma única resolução a ser implementada conjuntamente por todos.

Neste caso o integrante da administração não tem, isoladamente, qualquer poder decisório, podendo apenas manifestar sua vontade no interior do colegiado de administradores. É assim que funciona, por exemplo, o Conselho de Administração das sociedades anônimas. [15]

Há, por outro lado, a modalidade singular, que é aquela em que cada administrador tem poderes para tomar, isoladamente, qualquer medida inerente às suas atribuições contratual ou estatutariamente estabelecidas, vinculando a sociedade sem necessidade de consentimento dos outros administradores eventualmente existentes.

Tome-se como exemplo a atuação dos diretores de uma sociedade anônima, que, salvo regra diversa estabelecida pelos estatutos da companhia, têm poderes para isoladamente exercerem suas funções e contraírem obrigações pela pessoa jurídica[16].

É também possível classificar a forma de exercício da administração da sociedade empresária conforme seja

---

[15] "*O Conselho de Administração sendo um órgão de deliberação colegiada, suas decisões devem ser tomadas pelos conselheiros em conjunto, não podendo um só, isoladamente, praticar atos que requeiram uma manifestação dos demais.*" MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Volume II – Tomo I*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1984. p. 272.

[16] A Diretoria é, na verdade o único órgão genuinamente administrativo pois, como se pode ver pelo art. 138 par. 1º da Lei das Sociedades Anônimas, seus integrantes são os únicos que podem representar a pessoa jurídica perante terceiros. Revela-se a Diretoria, deste modo, como sendo o único órgão da Sociedade Anônima que detém as atribuições internas e internas antes citadas.

realizada por um único órgão ou dois. Fala-se, então, em sistemas unitário e bipartido.[17]

A administração de uma Sociedade Anônima, de maneira análoga ao que se verifica quando se trata da administração da máquina estatal, envolve um grande número de providências que se tornam mais complexas à medida que cresce o poderio econômico do empreendimento.

Tanto no caso das Sociedades Anônimas privadas quanto do Poder Público, o legislador percebeu que atribuir a uma única pessoa ou grupo competência para realizar toda a gama de providências necessárias à gestão seria altamente ineficiente. A lei então separa as diferentes providências administrativas e, organizando-as em conjuntos mais ou menos harmônicos, as atribui a um ou mais indivíduos.

Assim, cada indivíduo ou grupo passa a ter competência para realizar apenas aquelas providências que lhes foram conferidas pela legislação, não podendo interferir ou praticar os atos atribuídos pela legislação a outros indivíduos ou grupos.

No caso do Poder Público isto fica muito claro. Tome-se por exemplo as diferentes Secretarias Estaduais. Cada uma delas é encarregada de determinados setores da Administração Pública estadual. A Secretaria de Segurança

---

17 *"Com efeito, na esfera da administração das companhias, os sistemas adotados universalmente são, basicamente, dois: (i) o unitário, tradicional, correspondente a um estágio menos desenvolvido, que se cinge a apenas um órgão diretivo, e que propicia, pelo absenteísmo dos acionistas, o controle gerencial, e (ii) o bipartido, relativamente recente, que distribui o exercício da administração entre dois órgãos diferenciados (conselho de administração e diretoria)."* CAMARGO, João Laudo de. BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003. pg 388.

Pública, a Secretaria de Saúde, a Secretaria de Educação e todas as outras têm competência legal para a prática de variado rol de providências, mas todas vinculadas entre si e apartadas das competências das demais Secretarias. O termo órgão público representa exatamente cada um destes "centros de atribuições" conhecidos e disciplinados pelas normas que tratam da organização da Administração Pública.

A disciplina da matéria nas Sociedades Anônimas é similar. A lei procurou elencar as providências necessárias ao funcionamento da sociedade e as repartiu entre as diferentes "unidades de atribuições" componentes da estrutura societária, cada qual a partir de então adequadamente denominada de órgão social.

Assim, o sistema de administração da Sociedade Anônima é, em princípio, bipartido, posto que dividido entre Conselho de Administração e Diretoria (art. 138 da Lei n. 6.404/76)[18] e combina a forma singular, característica da Diretoria, com a forma colegiada, típica do Conselho de Administração. [19]

---

[18] Nas companhias fechadas o Conselho de Administração é órgão facultativo, somente existindo se previsto expressamente no estatuto social (art. 138 par. 2º da Lei n. 6.404/76. Assim, em companhias fechadas sem a presença do Conselho de Administração, suas competências recairão automaticamente para a Assembleia Geral de Acionistas.

[19] É possível também a analogia entre a forma de repartição das competências entre os diferentes órgãos das Sociedades Anônimas privadas e a divisão de Poderes em um Estado Democrático de Direito. Carlos Fulgêncio da Cunha Peixoto, citando Charles Resteau, lembrou que: *"A sociedade anônima pode ser assemelhada a uma república democrata com seus Poderes Legislativo, Executivo e Fiscalizador. O primeiro é a assembléia geral; o segundo, a administração; e o terceiro, o conselho fiscal. (...) Na sociedade anônima, como no regime democrático, os três poderes são harmônicos e independentes. Cada um tem suas atribuições traçadas na lei e nos estatutos, e só dentro de sua competência sua decisão tem valor."* PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedade por Ações. Vol. III*. São Paulo: Saraiva, 1973. p. 1 e 2.

O Conselho de Administração, a Diretoria, a Assembléia Geral de Acionistas e o Conselho Fiscal são os órgãos componentes da sociedade anônima. Já no que diz respeito à Sociedade Limitada, o Código Civil deixou a cargo do contrato social decidir se cada administrador poderá agir isoladamente (forma singular de administração) ou apenas em conjunto, como integrante de órgão colegiado.

Em caso de omissão do contrato social, a administração da Sociedade Limitada realiza-se por uma ou mais pessoas nomeadas na forma legal e que poderão isoladamente implementar qualquer medida atinente às suas atribuições legais e contratuais (administração singular). Com o poder de agir isoladamente o administrador vincula a sociedade e os demais gestores com as providências que efetua.

Assim, enquanto a Lei das Sociedades Anônimas conhece e regula expressamente a repartição das funções administrativas entre dois diferentes órgãos (o Conselho de Administração e a Diretoria) a Sociedade Limitada apresenta, em princípio, uma ou mais pessoas que, no exercício da administração do empreendimento, terão para si a generalidade das atribuições inerentes à função (art. 1. 015 do Código Civil).

Tal medida é plenamente justificável tendo em vista que a sociedade limitada representa um modelo societário menos elaborado que as anônimas, adequando-se às micro, pequenas e médias empresas que muitas vezes não apresentam a complexidade administrativa que, como lembrado, é o motivo para a criação dos diferentes órgãos sociais.

Entretanto, com o Código de 2002 a legislação das Sociedades Limitadas também passa a exibir, ao menos potencialmente, a repartição de competências aqui tratada, uma vez que se admite expressamente a possibilidade de existência do Conselho Fiscal e da Assembléia de Sócios

que, juntamente com os administradores, compõem os órgãos deste modelo societário.

Do mesmo modo, nada há que impeça também a criação de um sistema bipartido de administração, com a previsão pelo contrato social da Sociedade Limitada, de um Conselho de Administração em sua estrutura.[20]

O contrato social pode optar por dividir as providências administrativas e conferir cada grupo de atribuições a uma única pessoa ou conjunto de pessoas encarregadas de implementá-los. Têm-se, nestas hipóteses, uma administração baseada em órgãos sociais, nos moldes das Sociedades por Ações e, em maior escala, da Administração Pública.

Há nestes casos um administrador - também chamado diretor - para a área financeira, um para o setor de recursos humanos, outro para a área jurídica e assim por diante, sempre segundo a conveniência e vontade dos sócios.

Trata-se de uma forma administrativa mais elaborada e complexa que somente se justifica quando o empreendimento desenvolvido pela sociedade alcança tal nível de poderio econômico que se torna ineficiente - ou

---

[20] *"Diante da flexibilidade contratual que se permite à sociedades limitadas, sua administração poderá ser formada por apenas um órgão de administração, composto por administradores que equivaleriam aos diretores da sociedade anônima, ou poderá ser formada, se assim dispuser o contrato social, por um conselho de administração, que neste caso funcionará, como já referido, sob as regras das sociedades anônimas desde que haja a indicação no contato social da Lei do Anonimato como supletiva das omissões legais e contratuais.*

Se a sociedade limitada optar por uma administração unitária, com apenas um órgão semelhante à diretoria, poderá, ainda livremente regular a estrutura dessa administração, instituindo um ou vários cargos de administrador – já que a lei na estabelece limite mínimo ou máximo par ao número de administradores -, para os quais o contrato social deverá estabelecer a distribuição de funções e a forma de representação" CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil. Vol. 13*. São Paulo: Saraiva. 2004. pg.108.

mesmo inviável - atribuir-se toda a administração a um único órgão.[21]

O Código Civil, ciente de que tal modelo societário é utilizado tanto por micro empreendimentos quanto por outros de porte bastante significativo optou por deixar a cargo do contrato social a decisão sobre a distribuição ou não de competências administrativas entre diferentes órgãos.

5 – A administração de sociedades no Código Civil

A disciplina da matéria em relação às Sociedades Limitadas encontra-se, em parte, nos dispositivos especificamente dedicados, pelo Código Civil, a este tipo societário (arts. 1.052 a 1.086).

Por outro lado, há importantes questões cuja solução o Código preferiu deixar à cargo da legislação supletiva, representada, segundo o seu art. 1.053, pelas normas atinentes à sociedade simples (arts. 997 a 1.038 do Código Civil) ou pela Lei das sociedades por ações (Lei n. 6.404/76).

A escolha dos administradores é medida a ser efetuada, sempre, pelos sócios. São eles que tomam parte no contrato da sociedade a ser administrada, integralizam o capital social com recursos próprios e, além disso, podem

---

[21] *"Quando a limitada explora atividade econômica de pequena ou média dimensão, são os próprios sócios (ou parte deles) que exercem, indistintamente, os atos de administração, agindo em conjunto ou separadamente. Uma situação corriqueira, aliás, é a do sócio majoritário empreendedor como o único administrador. À medida, contudo, que a sociedade se dedica a atividades de maior envergadura, a administração da empresa se torna mais complexa, e reclama maior grau de profissionalismo. Então, as tarefas gerenciais ou administrativas tendem a ser repartidas, entre os sócios e profissionais contratados, em áreas compartimentadas da gestão empresarial (administrativa, comercial, de produção, financeira, etc.)"* COELHO, Fábio Ulhôa. *A Sociedade Limitada no Novo Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. p. 51.

até responder patrimonialmente pelas obrigações contraídas, pelos administradores, em nome da pessoa jurídica. Justifica-se, assim, que a lei atribua-lhes o poder de escolher a pessoa (ou as pessoas) que exercerá(ão) a administração do empreendimento.

O regime estabelecido pelo revogado Dec. Lei n. 3. 708/17 restringia aos sócios - embora disciplinasse a chamada "delegação de gerência" – o direito de serem administradores da Sociedade Limitada por eles composta.

Limitação desta natureza mostrou-se, ao longo do tempo, ineficiente uma vez que, percebeu-se gradativamente, a tarefa de administrar uma sociedade implica, como já lembrado, em uma série de conhecimentos técnicos e científicos que muitas vezes escapam àqueles que integram o corpo social.

Era indispensável, nas Sociedades Limitadas, a necessidade de aplicar-se parâmetros similares ao das Sociedades Anônimas, que, em prol do sucesso do empreendimento, separam a gestão da empresa e titularidade sobre o capital social ao admitir que os Diretores e Conselheiros de Administração da pessoa jurídica sejam escolhidos entre pessoas desprovidas de direitos de sócio.

O Código Civil aboliu a exigência do Dec. Lei n. 3. 708/19 e passou a expressamente admitir, para as Sociedades Limitadas, a figura do administrador não sócio, cuidando apenas de fixar-lhe condições particulares de eleição e destituição.

A indicação de pessoas estranhas ao quadro social como administradores da Sociedade Limitada deve ser expressamente autorizada pelo contrato social (art. 1. 061 do Código Civil). Assim, silente o ato constitutivo, não há que se pensar em indicar pessoa alheia ao grupo de sócios como administradora da sociedade.

A indicação de uma ou mais pessoas para administradores da Sociedade Limitada deve ser efetuada

pelo texto do contrato social, no momento de sua elaboração e arquivamento, ou por meio de outro documento escrito elaborado em separado[22] (art. 1. 060 do Código Civil).

Se consta no contrato social a indicação expressa dos administradores, sua substituição dependerá, obviamente, da modificação desta cláusula contratual, a qual precisa ser aprovada por 2/3 (dois terços) ou mais do capital social (art. 1. 063 par. 1º do Código Civil).

Por outro lado, se o contrato social admitir a indicação de administradores que não sejam sócios, a substituição destas pessoas dependerá do quorum específico fixado pelo art. 1. 061 do Código Civil.

Necessária, nesta hipótese, a concordância da unanimidade dos sócios - enquanto o capital não estiver totalmente integralizado[23]- e, após realizada a total integralização do capital da sociedade, a anuência de pelo menos 2/3 (dois terços) das quotas.

---

22 "*Admitiu o Código Civil a designação por ato em separado, istó é, por instrumento diverso do contrato social. Essa fórmula é apropriada para as sociedades nas quais o contrato social prevê prazo certo de gestão. Evita, com isso, alterações contatuais periódicas, exclusivamente para substituir ou para estender o mandato dos administradores escolhidos."* GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa – Comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil.* Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007. pg. 327.

23 Justifica-se esta preocupação tendo em vista que o sócio de uma sociedade limitada cujo capital ainda não foi completamente integralizado está sujeito a responder, com seu patrimônio pessoal, pela integralização do mesmo.

Assim, o administrador de uma sociedade limitada nesta situação está, por sua vez, apto a contrair obrigações pelas quais subsidiariamente poderão responder o patrimônio dos sócios.

Justo, então, que a indicação dos administradores pelo contrato social, quando alheios ao quadro de membros, dependa da concordância de todos os sócios que estão sujeitos, enquanto não completada a integralização do capital, a responder com seus bens pessoais pelas obrigações contraídas pelos administradores escolhidos.

A indicação de sócios como administradores, se realizada por meio do ato separado de que trata o art. 1. 061, deverá obedecer ao quorum fixado pelo art. 1. 076, II, que dispõe serem necessários votos correspondentes a mais da metade do capital social para, dentre outras medidas, a aprovação da matéria prevista pelo art. 1. 071 II, qual seja: a designação dos administradores, quando feita em ato separado.

O mesmo não se aplicará, entretanto, se a indicação dos administradores estiver, por previsão contratual, a cargo do documento escrito elaborado em separado pelos sócios mas recair sobre pessoas alheias ao corpo social, uma vez que o *caput* do art. 1. 076 do Código expressamente ressalvou de sua incidência esta hipótese, deixando-a a cargo do já comentado art. 1. 061.

Sabe-se, então, que os administradores não sócios serão escolhidos segundo as formalidades constantes do art. 1. 061 do Código Civil, pouco importando se sua indicação decorrer diretamente de cláusula constante do contrato social ou de documento em separado[24].

O Código Civil dedicou os art. 1. 013 e 1. 014 à disciplina da maneira pela qual os administradores da sociedade limitada devem desenvolver, entre si, suas atividades.

Embora tenha incorporado vários dos princípios e regras que norteiam o regime jurídico dos administradores nas sociedades anônimas, o Código Civil não se preocupou em conferir à questão o mesmo nível de detalhamento da legislação do anonimato.

Tal posicionamento se afigura bastante elogiável, tendo em vista a maior ênfase à autonomia privada dos sócios na disciplina da estrutura da sociedade limitada.

---

[24] Estas várias alternativas e quóruns de eleição e destituição de administradores de sociedades limitadas é, sem dúvida alguma, assunto merecedor de severas críticas.

O Código Civil deixou a cargo do contrato social decidir se cada administrador poderá agir isoladamente ou apenas em conjunto, como integrante de órgão colegiado.

Silente o contrato social, a administração da sociedade limitada realiza-se por uma ou mais pessoas nomeadas na forma legal e que poderão isoladamente implementar qualquer medida atinente às suas atribuições legais e contratuais (art. 1.022 do Código Civil).

Com o poder de agir isoladamente o administrador vincula a sociedade e os demais gestores com as providências que efetua. Em atenção a esta possibilidade é que o art. 1. 013 do Código estipula que mesmo no silêncio do contrato social cada administrador tem o direito de impugnar os atos pretendidos pelos outros, remetendo a decisão aos sócios.

Assim o Código procura conciliar o princípio da individualidade dos poderes dos administradores de sociedades limitadas com a necessidade de um mínimo de harmonia entre eles na gestão do empreendimento.

A aprovação dos sócios, na hipótese do art. 1. 013, exonera os administradores da obrigação de indenizar a sociedade e/ou os sócios pelos prejuízos eventualmente advindos da providência aprovada salvo, obviamente, se a medida é tomada culposa ou dolosamente pelos gestores[25].

Já o art. 1. 014 do Código estabelece que os atos de competência conjunta de vários administradores somente serão implementados por meio da participação unânime de todos eles, exceção feita aos casos urgentes e que possam causar dano irreparável à sociedade.

Não se deve confundir os "atos de competência conjunta" de que trata o artigo em questão com outros para

[25] Em sentido contrário, há que se admitir que a não impugnação, pelos demais administradores, da medida tomada por qualquer deles implica na solidariedade, entre eles, perante a sociedade e/ou os sócios, pelos prejuízos culposa ou dolosamente praticados.

os quais, por força de disposição constante dos atos constitutivos, seja estabelecida a necessidade de participação de mais de um administrador da sociedade.

Neste último caso, a própria cláusula já estabelece quais são os atos e, o mais importante, já determina qual o número de administradores necessário à implementação daquele ato, não havendo porquê o art. 1. 014 referir-se à matéria.

Se adotada pelo contrato social a gestão colegiada da sociedade limitada, vale lembrar que o art. 48 do Código Civil dispõe que as decisões serão implementadas se aprovadas pela maioria de votos presentes.

6 – Administração e sua disciplina nas sociedades anônimas

Em uma Sociedade Anônima, a Assembléia Geral de acionistas tem, em princípio, competência para "decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento" (Art. 121 da Lei n. 6.404/76).

Entretanto, a competência da Assembléia Geral de acionistas, soberana sobre as decisões dos demais órgãos da sociedade, não é, em regra, privativa. Isto significa que os assuntos de interesse da companhia podem, em regra, ser decididos por outros órgãos componentes da sociedade, não sendo essencial – salvo nos casos do art. 122 da Lei n. 6.404/76 - a expressa apreciação deles pela Assembléia Geral de acionistas.

O órgão que, por lei, concentra a maior parte da competência decisória é o Conselho de Administração, uma vez que, segundo o art. 142 da Lei n. 6.404/76, cabe a ele o poder de "fixar a política geral econômica e financeira da companhia", bem como de decidir – salvo previsão estatutária diversa - sobre a "alienação ou constituição de ônus reais sobre os ativos da sociedade" e a "prestação de garantias a terceiros".

A partir do art. 142 da Lei n. 6.404/76 nota-se que o Conselho de Administração tem, em relação às atividades da companhia, uma espécie de competência decisória residual em relação à Assembléia Geral de Acionistas, já que pode "decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento", desde que não afronte as matérias de competência privativa - art. 122 da Lei n. 6.404/76 - ou então alguma deliberação já tomada pela Assembleia.

Com a permissão de ser integrado por pessoas estranhas ao corpo de sócios, somada à sua gama de competências (art. 142 da Lei n. 6.404/76), pode-se mesmo dizer que o Conselho de Administração é hoje um órgão ao qual foram conferidos poderes importantes demais para serem tomados exclusivamente pela Diretoria e muito urgentes – ou técnicos - para serem decididos, sempre, em Assembleia Geral de Acionistas.

A composição do Conselho de Administração é plural e colegiada (art. 140 da Lei n. 6.404/76). Isso significa, em primeiro lugar, que o número de conselheiros é de no mínimo três pessoas, a serem sempre eleitas e destituídas pela Assembleia Geral de Acionistas, para um prazo de gestão não superior a três anos[26].

Já o caráter colegiado do órgão significa que os conselheiros – que não precisam ser acionistas da

[26] A Lei n. 6.404/76 confere, em relação à estrutura e composição do Conselho de Administração, grande poder ao estatuto, já que a ele cabe disciplinar, por exemplo, a forma e o órgão – Assembleia Geral de Acionistas ou o próprio Conselho - responsável pela escolha e substituição de seu Presidente, bem como o poder de estabelecer – dentro dos limites legais - o prazo de gestão e o número de seus integrantes, sendo mesmo permitido que este número seja estabelecido entre um limite mínimo e máximo.

companhia[27] e podem ser reeleitos sucessivas vezes - deliberam "por cabeça", ou seja, a cada membro do órgão corresponde um voto, independentemente do número de ações da sociedade eventualmente sob sua titularidade e, além disso, não podem agir isoladamente. Há uma deliberação – unânime ou majoritária – única, a ser obrigatoriamente seguida por todos[28].

A Diretoria, por sua vez, é, nas sociedades anônimas, o órgão administrativo por excelência, pois concentra, com exclusividade, o poder de contrair direitos e obrigações em nome da sociedade. Os Diretores – eleitos pelo Conselho de Administração - são, portanto, os representantes da companhia para todos os atos, sejam eles judiciais ou extrajudiciais (art. 144 da Lei n. 6.404/76).

De forma análoga ao que se tem quanto ao Conselho de Administração, nota-se que também sobre a Diretoria a legislação dá significativa autonomia ao estatuto social, ao qual cabe a prerrogativa de estabelecer o número de diretores – no mínimo dois – o prazo de sua gestão –

---

27 O Conselho de Administração é, como se tem procurado salientar, o órgão central em torno do qual giram as principais decisões administrativas da companhia. Deste modo, a Lei n. 6.404/76 procura criar instrumentos que "democratizem" a composição do Conselho, evitando que ele seja formado apenas por pessoas eleitas pelo acionista ou grupo controlador.

Entre estas medidas estão o chamado voto múltiplo (art. 141 da Lei n. 6.404/76) e a possibilidade de previsão estatutária que preveja a participação, como Conselheiro, de representante dos empregados da companhia, a serem diretamente escolhidos por eles (art. 140 par. único da Lei n. 6.404/76).

28 *"Cada deliberação, apesar de tomada por todos os membros em conjinto, constitui manifestaçaõ de vontade uma do órgão. Com base na teoria organicista, é pacífico o entendimento de que tais deliberações não são atribuídas individualmente aos administradores* [no caso, aos Conselheiros], *pois representam o próprio órgão e, consequentemente, a vontade da companhia".* ABREU. Maíra Leitoguinhos de Lima. *Invalidação das deliberações do Conselho de Administração*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2015. Pg. 70.

não superior a três anos – sua forma de substituição e as atribuições e poderes de cada um de seus integrantes (art. 143 da Lei n. 6.404/76).

Sobre este último tópico, há algumas ressalvas importantes a serem feitas. Primeiramente, a Diretoria não é, como o Conselho de Administração, um órgão colegiado. Isto significa que, salvo disposição estatutária expressa, qualquer Diretor pode, isoladamente, praticar os atos de sua competência, em nome da companhia.

Por outro lado, a Lei n. 6.404/76 não reparte competências entre os membros da Diretoria. Desta forma qualquer um deles pode, em princípio, praticar qualquer ato que entenda necessário ao exercício de suas atribuições.

Em uma companhia com maior organização regulatória é comum – e mesmo recomendável – que os estatutos, no exercício de faculdade atribuída pela Lei n. 6.404/76, estabeleçam esta repartição de competências entre os diretores. Feito isso, eles terão que agir apenas dentro dos poderes a eles estatutariamente conferidos.

A remuneração dos administradores da companhia é fixada, de forma global ou individual, pela Assembleia Geral de Acionistas (art. 152 da Lei n. 6.404/76) e, em regra, diferencia-se conforme as atribuições ou o cargo ocupado e envolve diferentes parcelas fixas e variáveis (como participação nos lucros, na forma estipulada pelo 152 par. 1º da Lei n. 6.404/76).

7 – Principais deveres do administrador de sociedades no Código Civil e na Lei n. 6.404/76

Tanto a Lei das Sociedades Anônimas quanto o Código Civil – referente às Sociedades Limitadas - aderiram ao princípio da demissibilidade *ad nutum* – imotivada - dos

administradores.[29]Como pessoas encarregadas de implementar a empresa exercida pela sociedade, somente ficarão no exercício de suas funções enquanto seu trabalho agradar aos sócios.

A demissão do administrador, entretanto, não lhe acarreta a responsabilidade de indenizar à sociedade os prejuízos que eventualmente tenha ocasionado com seu trabalho. Esta responsabilidade somente existirá caso o administrador tenha violado algum de seus deveres legais.

O administrador de Sociedade Limitada ou o Diretor da Sociedade Anônima, por terem autorização para contrair obrigações em nome e por conta do patrimônio da pessoa jurídica, devem empregar toda a sua capacidade técnica e profissional no desempenho de suas funções[30].

Este dever, comumente conhecido por dever de diligência, encontra sua inspiração na figura do *bonus pater familias*[31] romano e está expressamente consagrado, como orientador da conduta dos administradores de sociedades, tanto pela Lei n. 6.404/76 quanto pelo Código Civil de 2002[32].

---

[29] Confira art. 140 e art. 143 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.071, III do Código Civil.

[30] Embora seja, como visto, desprovido do poder de representação da companhia, o Conselho de Administração acarreta, para seus integrantes, os mesmos deveres fundamentais aqui analisados (art. 145 da Lei n. 6.404/76).

[31] Expressão latina que pode ser traduzida como "bom pai de família". O objetivo e dizer que o administrador da sociedade deve ter para com os interesses da pessoa jurídica o mesmo cuidado e atenção que o "bom pai de família" tem para com os seus.

[32] É o art. 1. 011 do Código Civil: *o administrador da sociedade deverá ter, no exercício de suas funções, o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.*

Este texto praticamente repete o art. 153 da Lei n. 6.404/76, que determina: *O administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios.*

Tem o administrador da sociedade empresária a obrigação de dedicar, aos negócios que praticar nesta condição, toda a sua atenção, cuidado e perícia, de modo a objetivar, sempre, o sucesso do empreendimento. O administrador diligente deve, em síntese, procurar sempre a eficiência em todos os atos que pratique no exercício de suas funções.[33]

O oposto do administrador diligente é o administrador negligente, que cumpre suas funções profissionais sem os devidos cuidados e atenção pessoais ou sem os conhecimentos técnicos e informações que, pressupõe-se, tenha acumulado para exercer a função.

Tratam-se os dispositivos legais citados de padrões de conduta abstratamente fixados pelo legislador, como forma de orientar o trabalho de juízes e intérpretes na análise de cada caso concreto.

Deste modo, apenas diante das circunstâncias de cada situação particular é possível constatar se um administrador violou ou não os padrões de conduta diligente fixados abstratamente pelo legislador. O que pode ser um ato negligente, sob determinadas circunstâncias, não necessariamente o será se outro for o contexto em que foi praticado.

Ressalte-se também, por outro lado, que o dever de diligência do administrador da sociedade não alcança o sucesso de seus atos. O fato de a atuação do administrador não refletir, do ponto de vista econômico, o sucesso

---

[33] *"Não basta, em nosso direito, por sua inquestionável feição institucional, que o administrador atue como homem ativo e probo na condução de seus próprios negócios. São insuficientes os atributos de diligência, honestidade e boa vontade para qualificar as pessoas como administradores. É necessário que se acrescente a competência profissional específica, traduzida por escolaridade ou experiência e, se possível, ambas."* CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 3º Volume*. 3ª ed. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. pg. 266.

esperado pelos sócios não significa que tenha ele sido negligente.[34]

O dever de diligência do administrador está em empregar todos os seus esforços, conhecimentos e cuidado na gestão do empreendimento, sem, porém, garantir a consecução dos objetivos econômicos esperados pelos sócios. A administração mal-sucedida não pode ser confundida com administração negligente.

Apoiada nos postulados expostos está a denominada "regra da autonomia"[35] – ou *business judgment rule* – originária no direito societário norte americano e atualmente consagrada pelo art. 159, par. 6º da Lei n. 6.404/76[36].

Esta "regra da autonomia" estipula, em síntese, que o administrador não poderá ser civilmente sancionado se o ato por ele praticado foi precedido dos devidos cuidados e informações necessárias, ainda que tenha causado prejuízo à sociedade.

Se o administrador, no seu julgamento, procurou previamente obter – de maneira devida – informações sobre os custos, benefícios e riscos de cada opção possível e, dentro de sua ótica empresarial, tomou uma destas

---

[34] *A norma, na espécie, define as condutas-tipo que devem ser observadas pelo administrador. É função do intérprete verificar quais as manifestações da conduta do administrador, no exercício de suas funções, que não correspondem a tais padrões. Os padrões de cuidado e diligência são, portanto, enunciantivos e não rígidos, e sua interpretação ampla. (...) Os* standards *previstos na norma apontam para o princípio da boa-fé no desempenho das funções de administrador. Conseqüentemente, este não é responsável por erros de julgamento em que, de boa-fé, tenha incorrido na administração dos negócios da companhia, desde que fique demonstrado ter agido como o devido cuidado e diligência."* CARVALHOSA, Modesto. *Comentários... 3º Volume*. Ob. Cit. p. 267.

[35] REYES. Francisco. *Direito Societário norte-americano*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2014. Pg. 229.

[36] SILVA. Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S.A – business judgement rule*. Ed. Campus Elsevier. Rio de Janeiro. 2007.

opções, nada há que se sancionar, ainda que a escolha feita tenha acarretado prejuízo à sociedade[37].

A empresa é, como aqui já várias vezes repetido, uma atividade de risco, e os administradores estão constantemente expostos a terem que escolher entre diferentes opções, sempre no intuito de proporcionar os melhores resultados econômicos para a sociedade.

Os critérios de sua decisão – desde que previamente cercada das devidas informações e cuidados – não podem, desta forma, serem revistos judicialmente, sob pena de substituir-se critérios empresariais por judiciais, na avaliação das decisões tomadas pelos administradores[38] e, mais evidentemente ainda, inibir os gestores de agirem conforme lhes pareça, sob o ponto de vista negocial, mais adequado[39].

---

37 *"Os doutrinadores enfatizam que uma coisa é tomar uma decisão, e outra coisa é tomar uma decisão informada. E acrescentam que a business judgment rule só protege a decisão informada"*. CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Business Judgment rule*. (In.). SILVA. Alexandre Coutro (Coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 158.

38 *"O administrador de uma companhia, ao exercer um poder discricionário, não procede como o jurista, socorrendo-se de ensinamentos da ciência do Direito. Procede como um técnico, socorrendo-se dos ensinamentos da ciência da Administração de Empresas. Assim, não é justo nem desejável que o juiz, na ação de responsabilidade civil contra o administrador de uma companhia, queira substituir o discricionarismo do administrador pelo seu*". CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Ed. Aide. Rio de Janeiro. 1989. Pg. 135.

39 Se os administradores estivessem sujeitos à sanção judicial sempre que, apesar de devidamente informados, fracassassem economicamente em uma operação, os seus atos seriam muito mais limitados, assim como os lucros do empreeendimento e, por consequência, dos sócios. EASTERBROOK. Frank H. FISCHEL. Daniel. R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press. Cambridge. 1996. pg. 94

Já foi demonstrado que o regime jurídico dos administradores de sociedades empresárias privadas apresenta diversos e importantes pontos de contato com a análise do tema sob o prisma da Administração Pública. Outro destes pontos de contato refere-se à estrita submissão ao Princípio da Legalidade.

O administrador de sociedades empresárias privadas encontra, no exercício quotidiano de sua atividade, dois limites praticamente intransponíveis, representados pela lei e pelos atos constitutivos da sociedade (contrato ou estatutos sociais).

De forma análoga ao que se verifica em relação aos agentes da Administração Pública, o administrador de sociedade empresária não pode praticar, pela pessoa jurídica a ele confiada, nenhum ato jurídico que não esteja abarcado dentro dos limites fixados pela lei ou pelos atos constitutivos.

Denomina-se dever de obediência exatamente a esta obrigação que os administradores de sociedades privadas têm de respeitar os limites estabelecidos por lei ou pelos atos constitutivos no exercício de sua atividade.

Extrai-se do texto do art. 158, II da Lei n. 6.404/76 a consagração do dever de obediência, uma vez que, segundo esta norma, o administrador responderá, ainda que sem culpa ou dolo, pelos atos que praticar com violação da lei ou dos estatutos.

De outro lado, a sociedade somente pode exercer atos vinculados à atividade econômica para a qual foi criada, o seu objeto social. Assim, além de respeitar os limites legais, contratuais ou estatutários estabelecidos para sua atuação, o administrador somente pode agir no sentido de cumprir a atividade para a qual foi criada a sociedade,

não podendo, desta forma, exercer atos que extrapolem o objeto social[40].

O ato que o administrador pratica sem ter, por lei ou pelos atos constitutivos da sociedade, competência para tal, ou que extrapola os limites do objeto social da pessoa jurídica, viola seu dever de obediência, sendo denominado ato *ultra vires*.[41]

A doutrina do ato *ultra vires* tem origem em 1855, e sua razão original era evitar que os administradores aplicassem os recursos financeiros da companhia em algo estranho à atividade para a qual foi criada, prejudicando assim seus sócios e credores[42]. Atualmente, é fundamental elemento balizador da conduta dos administradores das sociedades em geral, que somente podem praticar atos *intra vires*, que são voltados para implementar a atividade para a qual foi criada a pessoa jurídica.

O dever de obediência do administrador deve, entretanto, ser entendido com cuidado. Nem a lei, nem o contrato ou os estatutos da sociedade e mesmo as deliberações dos sócios são capazes de pormenorizar todos os atos que precisam ser implementados, pelos administradores, para a realização do empreendimento.

Deste modo, quando se estipula o objeto social ou uma atribuição específica para a administração da sociedade, deve-se estar ciente de que tal estipulação automaticamente implica a competência para a realização

---

40 O art. 1.015 do Código Civil é expresso ao estabelecer a estreita e direta conexão entre os atos que podem ser praticados pelos administradores e o objeto social.

41 *"Ultra vires is a latin expression which lawyers and civil servants us to describe acts undertaken beyond (ultra) the legal powers (vires) of those who have purposed to undertake them."* GOWER, L.C.B. *Gower's Principles of Modern Company Law*. 5th Edition. Sweet & Maxwell. London. 1992. p. 166.

42 RAGHUVANSHI. Raghavendra S. VAIDYA. Nidhi. *Applicability of doctrine of ultra vires on companies*. Pg. 3. Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1558971. Site consultado em 12/05/2016.

de outras providências conexas, sem as quais o ato desejado não será alcançado. Daí a noção de poderes expressos e implícitos do administrador[43].

É, portanto, pressuposta a competência dos administradores para praticarem quaisquer atos que – mesmo não expressamente enumerados em lei ou nos atos constitutivos da sociedade – sejam meios necessários à devida implementação do objeto social (art. 1.015 caput do Código Civil e art. 154 da Lei n. 6.404/76).

Por outro lado, o administrador de sociedade empresária, enquanto no exercício de suas funções, deve ter em vista exclusivamente o interesse da pessoa jurídica por ele representada, e jamais deve colocá-lo de lado em função dos interesses de terceiros, ou mesmo do seu próprio. É esta a noção que perpassa o chamado dever de lealdade, inerente a todos os administradores de sociedades.

O administrador deve servir, com diligência e respeitando os limites normativamente estabelecidos para seus atos, unicamente à sociedade, jamais se valendo de sua condição para beneficiar a si mesmo ou a terceiros, em detrimento do interesse da pessoa jurídica por ele representada.

Osmar Brina Corrêa Lima aponta três principais problemas vinculados ao cumprimento do dever de lealdade[44]. São eles o administrador que concorre com a própria sociedade pelas mesmas oportunidades de negócio, o conflito entre os interesses do administrador e os da

---

43 *"Implied authority may be pieced out by reading between the lines of Express authority. To instruct a corporate officer to build a factory may by fair implication convey authority to hire architects, buy land, enter construction contracts and do the other things that have to be done to achieve the end in view."* VAGTS, Detlev. *Basic Corporation Law. Materials – Cases – Text*. 3th edition. University Casebooks series. New York: The Foundation Press, 1989. p. 297.

44 CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Ed. Aide. Rio de Janeiro. 1989. Pg. 71.

sociedade[45] e, por fim, o uso, em benefício próprio ou de terceiros, das informações que o administrador obtém em decorrência do exercício de suas atribuições.

A concorrência com a sociedade é vedada expressamente pelo art. 155 da Lei n. 6.404/76, que proibe o administrador de usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo

Uma situação clássica de conflito de interesses entre administrador e sociedade administrada está na hipótese de contratação entre eles. O art. 156 pars. 1º e 2º da Lei n. 6.404/76 admite, em principio, a validade deste contrato, desde que realizado em condições "idênticas às que prevalecem no mercado", sob pena de anulabilidade e reparação das vantagens obtidas.

Mais complexo e difícil, tanto na definição quanto – e principalmente – na regulação é o caso do administrador que usa, em benefício próprio ou de terceiros, informações ainda não divulgadas e que foram por ele obtidas em virtude da posição que ocupa na gestão da sociedade.

Insider trading é aquela pessoa que obtém informações referentes às atividades da sociedade e, antes de sua divulgação, se utiliza de tais informações para benefício próprio ou de terceiros. Trata-se, como se pode ver, de uma noção que se aplica não apenas – mas especialmente - aos administradores da sociedade, mas a qualquer um que atue no interior da organização corporativa.

---

[45] A situação em que o interesse do administrador é contraposto ao da sociedade é objetiva, ou seja, independe de eventual má-fé ou intuito fraudulento do gestor. Nestes casos o art. 156 da Lei n. 6.404/76 (assim como o art. 1. 017 do Código Civil) veda ao administrador interessado qualquer intervenção na decisão da companhia.

O uso de informação privilegiada – ou seja, ainda não divulgada – para aplicar no mercado financeiro ou de valores mobiliários é coibido na generalidade dos ordenamentos jurídicos[46]. No Brasil, há expressa vedação tanto na Lei n. 4.728/65 (art. 3º, X) – que disciplina o mercado financeiro – quanto na Lei n. 6.404/76 (art. 155 par. 1º).

Para que se possa caracterizar o *insider trading* é preciso que, na situação concreta, estejam cumulativamente presentes alguns elementos fáticos. Em primeiro lugar, o autor da conduta deve ser ocupante de alguma posição na estrutura organizacional da companhia - por isso a referência ao termo *insider* ("de dentro") – e a informação foi por ele obtida exatamente em virtude do exercício de suas atribuições na sociedade[47].

Além disso, a caracterização do *insider trading* exige que a informação usada não se encontre – ao menos naquele momento – divulgada ao mercado em geral, provocando uma assimetria informacional – falha de mercado - entre o *insider* e os demais investidores.

Por fim, é preciso também demonstrar que os investimentos realizados pelo autor da conduta foram orientados com base na informação obtida e, mais do que isso, que lhe tenham proporcionado ganhos econômicos superiores àqueles obtidos por pessoas que realizaram o mesmo investimento, no mesmo momento, mas não detinham tal informação.

Em estudo publicado nos anos 60, Henry Manne argumenta a favor da admissibilidade do *insider trading* como conduta lícita no mercado de valores mobiliários,

---

46 CAHN. Andreas. DONALD. David C. *Comparative Company Law*. Cambridge University Press. 2010.

47 Inclua-se também como *insider trading* a pessoa que, apesar de não ligada à companhia, obtém a informação em questão por meio de alguém inserido na estrutura organizacional da sociedade.

contrariando, com já aqui apontado, as normas positivadas na generalidade dos ordenamentos jurídicos organizados[48].

Em apoio à sua afirmação, Manne propõe que os investimentos realizados com base em informação privilegiada não teriam qualquer impacto sobre os denominados "acionistas de longo prazo", ou seja, sobre aqueles investidores que mantém suas ações por um período relativamente longo, já que eles, independentemente do valor de cotação praticado no momento, não venderiam seus papéis[49].

Por outro lado, a prática do *insider trading* teria também um efeito "estabilizador" no preço do valor mobiliário negociado, pois tornaria o seu valor de cotação mais próximo da realidade econômica da companhia, evitando especulações baseadas em informações falsas. Deste modo, o ato do *insider* teria, indiretamente, o efeito de corrigir eventuais falhas no valor de cotação da ação negociada.

Além disso, Manne postula, em controverso argumento[50], que o uso de informação privilegiada seria

---

48 MANNE. Henry. *Insider Trading and the Stock Market*. The Free Press. New York. 1966.

49 Neste sentido, Manne ainda questiona o postulado de que a decisão de comprar ou vender ações ao *insider* decorra, por parte daquele que não tem a informação privilegiada, estritamente deste desconhecimento. *"The most fundamental economic proposition in the whole topic of insider trading is that no shareholder is harmed by a rule of law that allows the exploitation of nonpublicized information about shares of publicly traded corporations. The naive argument in defense of the SEC's position on this subject is that if the shareholder had the information (good news) the insider had, he would not sell his shares."* MANNE. Henry. *Insider Trading and the Stock Market*. The Free Press. New York. 1966. Pg. 317.

50 As severas críticas a tal argumento são reconhecidas pelo próprio Henry Manne, em posterior trabalho no qual ele retorna ao assunto. MANNE. Henry. Insider Trading: Hayek, virtual markets, and the dog tha did not bark. *Journal of Corporation Law*, Vol. 31, No. 1, Fall 2005, pp. 167-185

uma forma de recompensar o administrador da companhia por sua eficiência e, ao mesmo tempo, um incentivo para que tais gestores continuamente buscassem gerar informações positivas sobre a sociedade e, em consequência, melhores resultados econômicos para o empreendimento e para seus sócios[51].

Diante de tais ponderações, qual seria, então, a razão pela qual a prática de *insider trading* encontrar-se entre as típicas e mais rigorosamente sancionadas condutas praticadas no mercado de valores mobiliários?

A questão pode ser respondida sob diversos pontos de vista, sendo o primeiro deles, mais superficial, de que simplesmente não seria "justo" que alguém ganhasse dinheiro a partir de uma informação que só ele tem e que foi obtida não por seu esforço, mas simplesmente em decorrência do seu exercício de uma função na companhia.

Há, porém, outras formas mais elaboradas e eficientes de fundamentar a ilicitude do *insider trading,* sendo uma das mais interessantes e adequadas aquela que se apoia sobre concepção de assimetria informacional como falha de mercado.

O problema fundamental da prática aqui abordada está em que o *insider trading*, por dispor de uma informação não divulgada, negocia os valores mobiliários de uma determinada companhia por um preço mais próximo ao seu

---

51 *"Manne identified two principal ways in which insider trading benefits society and/or the firm in whose stock the insider traded. First, he argued that insider trading causes the market price of the affected security to move toward the price that the security would command if the inside information were publicly available. If so, both society and the firm benefit through increased price accuracy. Second, he posited insider trading as an efficient way of compensating managers for having produced information. If so, the firm benefits directly (and society indirectly) because managers have a greater incentive to produce additional information of value to the firm".* BAINBRIDGE. Stephen M. *Manne on Insider Trading.* UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper Series. Research Paper n. 08. Pg. 04.

real valor, já que mais condizente com a realidade econômica da sociedade em questão[52].

Os demais investidores, por sua vez - e por não terem acesso à informação possuida pelo *insider* - são incapazes de precificar devidamente os papéis negociados e estão, por consequência, comprando e vendendo tais valores mobiliários por preços mais distantes do seu valor real[53].

Assim, enquanto a informação permanece não divulgada, o *insider trading* negocia os papéis por seu valor "real" – ou, ao menos, mais próximo disso – enquanto os demais investidores compram e vendem tais papéis por um

---

52 *"If the information is not made public then the prices of some goods are not adjusted and consequently people continue to consume resourses at one price when in fact these resources should command a different price. There is a net social loss for the period between the time the information became known to the insiders and when it became known to the general public. To the extent that the insider trading moves the prices closer to their proper level the net social loss is reduced. The more the insiders make use of the information the more rapidly the price rises and the lower the net social loss. It is the standard invisible hand effect."* WATKINS. Thayer. *Henry Manne´s position on insider trading and property rights*. Disponível em http://www.sjsu.eduu/faculty/watkins/manne.htm. *Site* consultado em 02/03/2016.

53 Não se pode pressupor, com fundamento, que todos os investidores disponham do mesmo grau de informação sobre as ações no mercado de valores mobiliários. É, ao contrário, lícito que cada investidor busque se informar sobre a realidade econômica das companhias e, em decorrência disso, use para sí tais informações e faça suas opções de investimento.

A diferença central entre o investidor que busca, por seus próprios meios, informações relevantes e o *insider trading* é que o primeiro obtém tais informações com seu esforço, arcando com os respectivos custos.

Já o *insider trading* obtém a informação não divulgada sem qualquer esforço ou custos, mas pelo simples fato de ocupar uma posição na estrutura corporativa.

valor "artificial", posto que incompleto, dada a falta da informação não divulgada[54].

O *insider trading* também pode ser analisado em função do dever de informação, que perpassa a atividade de todo administrador de sociedade. Regulado no Código Civil (art. 1.020 e 1.021), na Lei n. 6.404/76 (art. 157) e mesmo no Código Penal (art. 177 par. 1º, I) trata-se, em síntese, da obrigação de expor aos sócios, na forma estipulada em lei, a completa e real condição econômica da sociedade[55].

A minimização da falha de mercado representada pela ação do *insider trading* está, em essência, em minimizar

---

[54] É, por exemplo, como negociar um carro usado com seu antigo dono. O vendedor tem um grau de informação muito mais completo sobre o estado do veículo, o que lhe permite precificar melhor o produto. Já o potencial comprador, por não dispor de tal grau de informação, não tem critérios adequados para fixar o preço. Esta assimetria de informações acaba por levar a uma transação ineficiente, posto que o comprador tende a pagar, pelo carro, mais do que ele vale.

Este exemplo é a base de um trabalho hoje fundamental para a compreensão da assimetria informacional como falha de mercado e suas consequências: AKERLOF. George. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. The MIT Press. 1970. Pg. 488/500.

[55] Não se deve confundir o *insider trading* e a obrigação de transparência com situações nas quais dois ou mais agentes econômicos estabelecem entre si, em uma fase ainda pré contratual, *acordo de confidencialidade*. O objetivo deste último é proteger as informações que forem, nesta fase pré contratual, trocadas entre os negociadores. Trata-se de evitar que um deles use ou divulgue as informações que, em razão das negociações em curso, são fornecidas pelo outro.

É lícito – e mesmo recomendável – que, nas tratativas anteriores a um contrato, as partes desta negociação estabeleçam a recíproca proibição de divulgação ou uso das informações que, como forma de viabilizar a conclusão do negócio, são colocadas à disposição mútua.

Nesta hipótese, o sigilo é válido e funciona mesmo a favor do mercado, pois impede que as informações trocadas nesta fase pré-contratual – muitas vezes referentes à estrutura ou funcionamento das partes – se tornem irrestritamente conhecidas.

o tempo entre a produção da informação e sua divulgação ao mercado, reduzindo o prazo dentro do qual esta informação fica produzida e não divulgada.

Há, porém, um nítido conflito de interesses entre o produtor/detentor da informação privilegiada e o mercado. Para aquele, quanto maior o tempo entre a produção da informação e sua divulgação, mais será o lapso dentro do qual este *insider* poderá negociar, no mercado de valores mobiliários, em nítida situação de assimetria informacional em relação aos demais investidores. Em outras palavras: para o *insider trading*, quanto mais tempo passar entre a produção da informação relevante e sua divulgação, mais tempo ele terá para, com base nesta informação privilegiada, negociar em vantagem comparativa no mercado de valores mobiliários.

A redução deste nítido conflito de agência[56] passa por regras de divulgação que busquem separar a pessoa ou grupo produtor da informação daquele outro responsável pela divulgação ao mercado. Se a divulgação da informação depender de quem tem a ganhar com ela – na condição de *insider trading* – menos eficiente será a operacionalização desta ampla divulgação.

Assim, o produtor desta informação – e que tem a ganhar com sua não divulgação – não pode ser a pessoa ou grupo responsável por divulgá-la. Este último, por sua vez, deve estar sujeito a regras de governança que funcionem como incentivos à divulgação rápida e eficiente de tais informações, não o contrário.

Vale, a título de exemplo, pensar na seguinte situação hipotética: João, diretor da companhia VXY S.A, está, por sua posição, diretamente ligado à produção das informações que refletirão no preço de cotação destas ações no mercado de valores mobiliários. Para ele, a

[56] Sobre este e outros conflitos de agência, confira o capítulo seguinte, relativo ao processo decisório na companhia e suas regras de governança.

melhor escolha é preservar ao máximo o sigilo das informações, posto que lhe servem como fundamental vantagem comparativa com outros investidores.

Por outro lado, a redução da falha de mercado representada pela assimetria informacional entre João e os demais investidores em ações da VXY S.A passa exatamente pela rápida divulgação da informação produzida, na maioria das vezes, com a participação de João.

Desta forma, é preciso que haja outra pessoa ou grupo para o qual o ato de divulgar imediatamente a informação produzida seja a melhor escolha, dentro de um adequado sistema de incentivos e preços. Entre esta pessoa ou grupo e João haveria o que se denomina de jogo não cooperativo – ou jogo de soma zero – posto que o ganho de um correponde exatamente à perda do outro.

Assim – e mediante um adequado regramento de responsabilidade de ambos - pode-se chegar a um quadro no qual a eventual omissão do divulgador, para colaborar com o *insider*, seja de tal forma prejudicial aos seus interesses que ele opte, sempre, por divulgar imediatamente qualquer informação que seja relevante para a formação do preço das ações.

Por outro lado, sanções rígidas e efetivas aumentam o risco da prática do *insider trading* e, portanto, funcionam como mecanismos inibidores. Assim, mesmo reconhecida a dificuldade em se provar a prática, há o temor das consequências. Em outra palavras: sanções efetivas e rígidas tornam mais arricado – e, portanto, mais caro – praticar o *insider trading*.

A minimização das situações de conflitos de interesse e *insider trading* tem sido realizada também por meio da segregação, especialmente em grupos societários, das atividades negociais, de forma a impedir que uma mesma pessoa ou grupo tenha acesso a uma quantidade de informações sobre uma determinada operação que seja suficiente para ser utilizada como vantagem comparativa, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários[57].

[57] *"A construção de uma barreira de contenção de informações, ou* chinese wall*, consiste, assim, na adoção de políticas, procedimentos e controles visando a impedir o*

Segregar internamente as informações relevantes e uma eficiente divulgação das mesmas podem parecer estratégias conflitantes no enfrentamento ao *insider trading*. Este conflito, porém, é apenas ilusório. A segregação de informações funciona enquanto não divulgada a informação. Assim, mesmo no inevitável lapso temporal existente entre a produção e a divulgação da informação, restaria mais difícil a atuação do *insider*, posto que ele precisaria ainda arcar com os custos de obter, internamente, a completude das informações necessárias a proporcionar-lhe uma ação vantajosa no mercado de valores mobiliários.

8 – A responsabilização judicial dos administradores de sociedades empresárias no Código Civil e na Lei n. 6.404/76

É ponto pacífico e comum à Lei n. 6.404/76 e ao Código Civil a conclusão de que os administradores de sociedade que atuem com integral respeito aos seus deveres e competências não podem ser responsabilizados pelos eventuais prejuízos ocasionados à sociedade ou a terceiros, por suas decisões. Nesta hipótese, tratam-se de atos da sociedade, e a ela cabem os ganhos ou os prejuízos decorrentes (art. 47 do Código Civil e art. 158, *caput* da Lei n. 6.404/76).

Lado outro, quando, culposa ou dolosamente, estes mesmos administradores causam, no exercício de suas funções e competências, prejuízos à sociedade ou a terceiros surge, para eles, o dever de indenizar, com seu

---

fluxo de informações privilegiadas obtidas por uma área para outros setores da instituição (ou de entidades integrantes de um mesmo conglomerado financeiro) que não aquele originalmente detentor da informação." BOCATER. Maria Isabel do Prado. Chinese Wall: a segregação de atividades em conclomerados financeiros como forma de prevenir a ocorrência de atos ilícitos. (In). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011. Pg. 500.

patrimônio pessoal, tais danos (Art. 158, I da Lei n. 6.404/76 e art. 1.016 do Código Civil).

A negligência, imperícia, imprudência, dolo ou má-fé do administrador são os fundamentos a partir dos quais ele poderá ser judicialmente obrigado a indenizar os prejuízos que o ato por ele praticado – mesmo que dentro de suas competências – tenha causado à sociedade ou a terceiros[58].

A responsabilidade civil do administrador por ato *intra vires* é subjetiva, mas o mesmo não se verifica quanto o ato foi praticado com violação ao dever de obediência, o denominado ato *ultra vires*. Nesta hipótese, é desnecessária a prova da culpa ou dolo do administrador, bastando a demonstração do ato praticado e sua autoria, da violação ao dever de obediência e do nexo causal entre o ato e o prejuízo ocasionado à sociedade ou a terceiros[59].

É neste sentido que expressamente vai o art. 158, II da Lei n. 6.404/76. Embora sem correspondência direta no Código Civil, há que se dar aos administradores das sociedades limitadas – ou outras regidas pelo Código – o mesmo tratamento. A responsabilização civil do administrador por ato *ultra vires* não pode ficar submetida à

---

[58] Por exigência expressa do art. 1. 016 do Código Civil e do art. 158, I da Lei n. 6.404/76, é necessário demonstrar, além do dano causado pelo administrador, a culpa ou dolo em sua conduta e o nexo de causalidade entre este dano e o ato do administrador. Trata-se de hipótese de responsabilidade civil subjetiva.

[59] Ainda que praticado com violação aos deveres de obediência, lealdade ou diligência, o ato do administrador não gerará, para seu autor, qualquer obrigação de reparação, caso não tenha provocado prejuízos à sociedade ou a terceiros. Assim, o ato *ultra vires* que resulte em benefício econômico para a sociedade não pode ser causa da responsabilização civil do administrador que o tenha praticado. Restará aos sócios, apenas, o poder de destituí-lo, caso entendam inaceitável a quebra do dever de obediência, ainda que em benefício econômico do empreendimento.

prova de culpa ou dolo[60]. O dever de indenizar decorre puramente da inobservância dos limites legais e contratuais de atuação expressamente fixados para o gestor.

Tanto o Código Civil (art. 1.016) quanto a Lei n. 6.404/76 (art. 158 par. 2º) estabelecem a regra da solidariedade entre os administradores, para fins de responsabilização pelos prejuízos causados à pessoa jurídica ou a terceiros.

Trata-se, pode-se dizer, de criar, entre os gestores, uma espécie de vigilância mútua, já que a violação de um deles implica na responsabilização de todos. Desta forma, todos são incentivados a zelar pelo cumprimento dos deveres legais e contratuais não apenas no que tange aos seus próprios atos, como também no que se refira às ações dos demais integrantes dos órgãos de administração.

Diferentemente do Código Civil, que silencia sobre o tema, o art. 159 da Lei n. 6.404/76 disciplina detalhadamente o procedimento prévio à propositura de ação de responsabilidade civil contra um ou mais dos administradores[61] da companhia, em caso da violação dos deveres ora referidos.

---

[60] A omissão ora identificada no Código Civil não se repete quando se trata de dispor sobre os casos em que a sociedade poderá opor a terceiro prejudicado o excesso de poderes praticado pelo administrador. O art. 1.015 par. único do Código Civil é expresso ao enumerar as hipóteses em que a sociedade pode eximir-se, perante os terceiros prejudicados, dos danos causados pelo ato *ultra vires* de seu administrador.

Deste modo, verificada alguma das causas enumeradas pelo art. 1.015 par. único do Código Civil, o terceiro prejudicado pelo ato *ultra vires* do administrador não pode exigir que a sociedade administrada lhe repare os prejuízos ou cumpra o ato assumido com excesso de poderes. Restará a este terceiro prejudicado, claro, a ação de responsabilização civil diretamente contra o administrador.

[61] Os mesmos deveres e regime de responsabilização se aplicam aos membros do Conselho Fiscal (art. 165 da Lei n. 6.404/76) ou aos

A decisão sobre a propositura ou não desta ação de responsabilidade civil deve obrigatoriamente ser precedida de deliberação dos sócios, a ser tomada em Assembleia Geral Ordinária de Acionistas ou, se prevista na ordem do dia ou for consequência direta de assunto nela incluido, em Assembleia Geral Extraordinária.

Na mesma Assembleia Geral de Acionistas que aprova a propositura da ação em análise, são destituídos os administradores a serem processados e imediatamente eleitos outros, os quais terão o prazo de 03 (três) meses para, em nome da companhia, propor a ação contra os antigos gestores.

Ultrapassado o prazo acima referido, qualquer acionista poderá, em nome da sociedade, propor a ação de responsabilidade civil contra os antigos administradores, tendo em vista a prévia aprovação da medida em Assembleia Geral. Esta legitimidade extraordinária não impede, porém, que os atuais administradores possam, apesar de esgotado o prazo inicialmente fixado, agir finalmente no sentido da propositura da ação.

Interessante lembrar a previsão do art. 159 par. 4º da Lei n. 6.404/76[62], que funciona, ao menos em princípio[63], como defesa dos acionistas minoritários contra

integrantes de qualquer órgão estatutariamente criado (art. 160 da Lei n. 6.404/76).

[62] Art. 159 par. 4º da Lei n. 6.404/76: *se a assembleia deliberar não promover a ação, poderá ela se proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento), pelo menos, do capital social.*

[63] O termo "a princípio" é usado pois muitas vezes essa prerrogativa garantida à referida minoria qualificada do capital social pode tornar-se instrumento de abuso, como no caso das denominadas *strike suits* do direito norte-americano. *"Strike suits. Shareholder derivative action begun with hope of winning large attorney fees or private settlements, and with no intention of benefiting corporation on behalf of which suit is theoretically brought."* BLACK'S LAW DICTIONARY. Sixth Edition, St. Paul, Minn. West Publishing Co, 1990. Veja também: BRANDI. Tim Oliver. The strike suit: A

a decisão da maioria do capital social que, em Assembleia Geral de Acionistas, decida não autorizar a propositura de ação de responsabilidade civil contra os administradores[64].

Por outro lado, a reparação dos prejuízos que um ato do administrador tenha causado a um determinado acionista ou grupo podem ser diretamente postuladas judicialmente por eles – e em nome próprio, não da sociedade – sem que haja necessidade de prévia apreciação da matéria em Assembleia Geral (art. 159 par. 7º da Lei n. 6.404/76).

9 – Partes relacionadas e conflito de interesses na contratação

O contrato é uma constante inevitável no exercício da empresa, seja como instrumento para organização dos fatores de produção – capital, trabalho, matéria prima, tecnologia – ou para colocar no mercado os bens ou serviços prestados pela organização empresarial.

Em uma economia de mercado, é premissa fundamental a liberdade de contratação, o que significa que os agentes econômicos são, em regra, livres para decidir contratar ou não e, em optando pela realização do negócio, estabelecerem livremente quando, onde, como, com quem e sob que condições vão contratar.

Na atividade empresarial – e societária em particular - presume-se que, em uma relação contratual, cada uma das partes busque, neste ato, maximizar seus próprios interesses, e não abdicar destes em função da maximização dos interesses do outro contratante. Em outras palavras:

---

commom problem of the derivative suit and the shareholder class action. *Dickinson Law Review*. vol. 98. nº 3. 1994.

[64] Imagine-se, por exemplo, que o administrador a ser responsabilizado civilmente seja pessoa de estreita ligação com o controlador da companhia. Nesta hipótese, é pouco provável que a maioria do capital social autorize a propositura da demanda indenizatória.

nos contratos entre empresários ou sociedades empresárias, o objetivo é maximizar o próprio interesse, não o do outro contratante.

Necessário reconhecer, portanto, que tal contratação deve ser, especialmente nas sociedades, pautada por isenção e objetividade, de forma a evitar que a pessoa jurídica e os que por ela atuem contratem de maneira intencionalmente menos vantajosa para a sociedade que representam para, com isso, maximizarem o interesse do outro contratante.

A menção a estas premissas é necessária para que seja possível abordar hipóteses nas quais há, entre as sociedades contratantes, uma situação – de fato ou de direito – que retira de uma delas – e de seus administradores – a supra comentada isenção, objetividade e preocupação em maximizar, em primeiro lugar, os interesses da pessoa jurídica representada.

Por uma situação de fato ou de direito, uma das contratantes – e seus representantes – estão mais preocupados, no ato de contratar, em maximizar o interesse da outra parte da relação, e não os da sociedade por eles representada.

Imagine-se o seguinte exemplo: a sociedade controladora decide contratar um empréstimo em favor de sua controlada. Será mesmo factível presumir que os administradores da controlada – eleitos pela controladora – contratarão zelando, antes de mais nada, pelos interesses da sociedade que administram – a controlada – ou, pelo contrário, atuarão, na contratação, de forma a maximizar o interesse da controladora?

Em situações que tais, é preciso reconhecer que, independentemente da má-fé dos envolvidos, a relação de controle entre as sociedades contratantes citadas retira de uma delas a necessária objetividade e racionalidade para, no contrato, barganhar e zelar pelos próprios interesses.

Teme-se, justificadamente, que em casos como estes uma das partes acabe contratando em condições excessivamente desvantajosas – se comparadas às situações similares praticadas no mercado – e, com isso, cause prejuízo aos seus acionistas e demais envolvidos, como credores.

O termo partes relacionadas é empregado para identificar duas ou mais sociedades que têm entre si uma relação de fato ou de direito em virtude da qual, se elas decidirem contratar entre si, uma delas está disposta a aceitar condições excessivamente desvantajosas para si própria, em favor da outra contratante.

O contrato firmado entre partes relacionadas é excessivamente oneroso para uma das partes e exageradamente benéfico para a outra, se comparado a situações similares praticadas, no mercado, por contratantes que não tenham, entre si, alguma situação fática ou jurídica que lhes retire, na contratação, a objetividade e imparcialidade.

Não significa que partes relacionadas não possam contratar entre si. Não é esta a forma eficiente de regulação do tema. Ao contrário, a contratação entre partes relacionadas pode muitas vezes ser economicamente vantajosa para ambas. O que se deve impedir é que partes relacionadas contratem entre si de forma a, como já salientado, gerar excessivos ônus para uma das contratantes e consequentes ganhos desproporcionais para a outra.

A Comissão de Valores Mobiliários disciplinou o tema por meio da Deliberação n. 560, de 11 de Dezembro de 2008. Um dos mais importantes tópicos desta regulamentação é o que procura definir quais são estas situações fáticas ou jurídicas capazes de caracterizar duas ou mais sociedades como partes relacionadas.[65]

---

[65] Nos termos da Deliberação n. 560/2008 da CVM: *Parte relacionada é a parte que está relacionada com a entidade: (a) direta ou indiretamente por meio de*

Em essência, tratam-se de situações que envolvem o controle de uma sociedade sobre a outra, a existência de parceria empresarial ou relação de coligação entre elas, pessoas que sejam investidores ou administradores de ambas ao mesmo tempo, além daquelas pessoas que sejam parentes dos que atuarão, em nome das sociedades contratantes, na contratação em análise.

Além do problema da caracterização do que se deve considerar partes relacionadas, outro ponto de dificuldade está em provar que a contratação entre estas partes relacionadas se deu de maneira estranha às condições normais de mercado. Como já salientado, não há vedação à contratação entre partes relacionadas. O que não pode ocorrer é a contratação em termos excessivamente desiguais para as partes envolvidas.

É possível apontar alguns procedimentos que sirvam para demonstrar que a transação entre duas ou mais partes relacionadas não fugiu ao que se pode chamar de "padrão de mercado" e, portanto, não estaria sujeita a qualquer tipo de questionamento.

O primeiro deles seria a realização de uma espécie de coleta de propostas de contratação. Diferentes fornecedores daquele bem ou serviço seriam solicitados a apresentar propostas para realização do contrato. Assim, as

---

um ou mais intermediários, quando a parte: (i) controlar, for controlada por, ou estiver sob o controle comum da entidade (isso inclui controladoras ou controladas); (ii) tiver interesse na entidade que lhe confira influência significativa sobre a entidade; ou (iii) tiver controle conjunto sobre a entidade; (b) se for coligada da entidade; (c) se for joint venture (empreendimento conjunto) em que a entidade seja um investidor; (d) se for membro do pessoal-chave da administração da entidade ou de sua controladora; (e) se for membro próximo da família ou de qualquer pessoa referido nas alíneas (a) ou (d); (f) se for entidade controlada, controlada em conjunto ou significativamente influenciada por, ou em que o poder de voto significativo nessa entidade reside em, direta ou indiretamente, qualquer pessoa referida nas alíneas (d) ou (e); ou (g) se for plano de benefícios pós-emprego para benefício dos empregados da entidade, ou de qualquer entidade que seja parte relacionada dessa entidade.

partes relacionadas poderiam contratar nas mesmas condições da mais vantajosa proposta feita por terceiro.

A segunda forma de demonstrar o "padrão de mercado" na transação entre partes relacionadas seria a solicitação de um laudo técnico, a ser elaborado por terceiro, que atestaria a paridade entre o contrato firmado entre as partes relacionadas e os padrões normais praticados, no mercado, para situações idênticas ou similares.

Por fim, as partes relacionadas poderiam, para contratar entre si, agregar provas de contratos idênticos firmados por terceiros, de maneira a demonstrar que a contratação em questão não fugiu ao que foi praticado, por outras pessoas, na mesma situação.

CAPÍTULO XI

Conflitos de agência e Governança Corporativa

1 – processo decisório nas sociedades anônimas

Os atos praticados por uma sociedade anônima são precedidos por um processo decisório do qual devem participar, em suas respectivas competências, os órgãos que compõem sua estrutura. Este processo é jurídicamente ordenado para, ao final, culminar com a estruturação de um ato a ser colocado em prática pela companhia.

Tal processo decisório envolve ainda, uma vez praticado o ato aprovado, os mecanismos legais destinados a monitorar a correspondência entre o ato praticado e a decisão aprovada, de forma a aferir o grau de similitude entre um e outro[1].

O processo decisório que conduz aos atos praticados pela companhia passa, como salientado, por diferentes fases. Primeiramente, há a fase da INICIATIVA, que consiste na formulação e exposição de determinada providência referente à forma de alocação ou uso dos recursos materiais disponíveis na companhia, bem como do modo pelo qual a sociedade deva maximizar seus ganhos. Como mera iniciativa, é desprovida de qualquer poder vinculante, seja em relação à companhia, a terceiros ou ao seu próprio autor.

À exteriorização da iniciativa segue-se sua possível

---

[1] A análise do processo decisório aqui tratado pauta-se pela sistematização exposta por Michael Jensen e Eugene Fama, em texto de fundamental importância para a compreensão do tema: JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.

RATIFICAÇÃO, quando ela passará de simples sugestão - sem poder vinculante em relação aos órgãos da companhia - para a condição de decisão, ainda que apenas no contexto interno da sociedade. Ratificada a iniciativa apresentada, esta converte-se em decisão, formalizada pela companhia e, a partir daí, com poder de vincular toda a estrutura organizacional da sociedade, que estará obrigada a colocá-la em prática.

Decisão juridicamente ratificada pela companhia deve necessariamente ser acompanhada de sua IMPLEMENTAÇÃO, que consiste em colocar em prática a decisão formada e ratificada. Uma vez implementada a decisão ratificada, a companhia vincula-se não apenas internamente, mas também em relação a terceiros, com quem venha a se relacionar na prática deste ato[2].

A implementação da decisão não esgota, porém, o processo ora analisado. Ao contrário, decisão implementada deve sujeitar-se, posteriormente, à aferição do grau de correspondência entre o que foi decidido e o que foi implementado.

Segue-se então a fase de MONITORAMENTO da

---

[2] Tome-se, para fins de ilustração, o seguinte exemplo: em uma determinada sociedade, um acionista – controlador ou não - entende que seria de interesse da companhia realizar a compra de um certo imóvel, para instalação do estabelecimento.

Com esta convicção, este acionista externaliza sua iniciativa, a qual não tem, até o presente momento, nenhum poder de vincular nem a companhia, terceiros ou mesmo o autor da sugestão.

Se esta iniciativa for ratificada pelo órgão competente – Conselho de Administração ou Assembleia Geral de Acionistas, conforme o caso – torna-se uma decisão corporativa, a ser, agora com poder vinculante, observada por toda a estrutura interna da sociedade.

Cabe, a seguir, a implementação desta decisão, que se consubstancia quando a companhia, nos termos decididos, coloca em prática o ato, contratando a compra do imóvel com seu vendedor e, a partir de então, vinculando-se em relação a este terceiro.

decisão implementada, bem como de seus resultados. Visa-se aqui, essencialmente, apurar o grau de correspondência entre o ato implementado e aquele que foi ratificado pela companhia[3].

Segundo Jensen e Fama, as fases de INICIATIVA e IMPLEMENTAÇÃO das decisões corporativas concentram-se no mesmo grupo – ou órgãos sociais – sendo, por isso, agrupadas sob o termo "gerenciamento de decisões" (*decision management*).

Por outro lado – e ainda de acordo com Jensen e Fama – as fases de RATIFICAÇÃO e MONITORAMENTO de decisões estão alocadas em outro grupo ou órgãos sociais, sendo, por isso, analisadas sob o termo "controle de decisões" (*decision control*)[4].

Submeter tal análise do processo de decisões corporativas à estrutura organizacional estabelecida pela Lei n. 6.404/76[5] leva à conclusão de que são os órgãos de

---

[3] "*In broad terms, the decision process has four steps: initiation—generation of proposals for resource utilization and structuring of contracts; ratification—choice of the decision initiatives to be implemented; implementation—execution of ratified decisions; and monitoring—measurement of the performance of decision agents and implementation of rewards*". JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983. P. 302.

[4] "*Because the initiation and implementation of decisions typically are allocated to the same agents, it is convenient to combine these two functions under the term decision management. Likewise, the term decision control includes the ratification and monitoring of decisions. Decision management and decision control are the components of the organization's decision process or decision system*". JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June. 1983. P. 302.

[5] A análise de Jensen e Fama refere-se à esta divisão de competências decisórias como um intrincado nexo de relações contratuais, estabelecidos internamente à estrutura corporativa. Em que pese a relevância destas relações contratuais intracorporativas, não se pode deixar de lado que, no caso da Lei n. 6.404/76, a competência de cada órgão social, ao longo do processo de gerenciamento e controle de

administração os competentes para o gerenciamento de decisões, entendido aqui como a sua iniciativa e implementação.

É mesmo natural que as iniciativas referentes ao modo pelo qual a sociedade vai empregar seus fatores de produção ou buscar maximizar seus lucros advenham – em regra - daquela pessoa ou grupo diretamente ligado à gestão de tais recursos, ou seja, seus administradores.

A proximidade com o quotidiano gerencial das atividades sociais e com o mercado no qual está inserida a companhia, bem com o grau de informação disponível para quem ocupe tais cargos leva inexoravelmente os administradores à constante apresentação de iniciativas, a serem ratificadas pela companhia[6].

De outro lado, os órgãos de administração também têm – agora na condição de competência legal privativa – o poder de implementar a decisão tomada no interior da corporação. Portanto, na estrutura organizacional da Lei n.

---

decisões, é estabelecida diretamente pela lei, fixa a competência de todos os órgãos corporativos.

[6] A afirmação de que os órgãos de administração são competentes para a iniciativa do processo decisório não significa tratar-se de competência privativa deles. Ao contrário, esta iniciativa pode advir de qualquer pessoa ou grupo interessado na companhia, faça ou não parte de sua estrutura interna, como sócios minoritários, controladores, empregados ou mesmo credores, consumidores e fornecedores, por exemplo.

"Numa organização não complexa, a informação é centralizada pelos agentes que tomam decisões; numa organização complexa, a informação é descentralizada". MACKAAY. Ejan. ROUSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 534.

Assim, quanto maior a complexidade da organização corporativa, mais descentralizada a informação e, por isso, mais ampla a gama de pessoas ou grupos faticamente habilitados a propor iniciativas.

Já em organizações menos complexas, a capacidade de propor iniciativas restringe-se eminentemente àquele grupo que dispõe de informações suficientes para isso.

6.404/76, a iniciativa e a implementação de decisões cabem aos administradores, aquela sem caráter privativo, ao contrário desta última.

Na implementação de decisões, ao Conselho de Administração caberá fixar os parâmetros e diretrizes de médio e longo prazo sobre o modo de tornar efetiva a decisão ratificada (art. 142, I da Lei n. 6.404/76), enquanto à Diretoria cumpre, na condição de exclusivos representantes legais da companhia, vinculá-la a terceiros, implementando definitivamente o ato ratificado[7].

Antes de sua implementação, a iniciativa apresentada – seja pelos administradores ou qualquer outra pessoa ou grupo interessado na companhia – passa pela necessária RATIFICAÇÃO, fase que visa, essencialmente, tornar obrigatória, em relação à sociedade, a iniciativa apresentada.

Se tomada sob o aspecto de sua legitimidade, a ratificação das iniciativas apresentadas deveria ser competência dos titulares do capital social, ou seja, dos acionistas. Nesta perspectiva, a ratificação de decisões deve ter-se por efetuada quando a iniciativa apresentada for aprovada pelo voto da maioria do capital social, em Assembleia Geral de Acionistas.

A Assembleia Geral de Acionistas seria, então, o órgão de ratificação das iniciativas, pois a sugestão apresentada estaria então respaldada pela adesão da vontade de mais da metade do capital social, tornando inquestionável sua legitimidade como decisão corporativa.

Por outro lado, a Assembleia Geral de Acionistas é também legalmente competente para aferir o grau de correspondência entre a decisão ratificada e o ato

[7] Importa lembrar que nas companhias fechadas sem a presença do Conselho de Administração em sua estrutura organizacional (art. 138 par. 2º da Lei n. 6.404/76), a implementação de decisões concentra-se exclusivamente na Diretoria da corporação.

implementado, pois a ela cumpre, em última análise – art. 122, III da Lei n. 6.404/76 - a fiscalização dos atos praticados pelos órgãos gestores (Conselho de Administração e Diretoria).

2 – Variações no processo decisório corporativo

Contraposto o modelo decisório proposto por Jensen e Fama à estrutura organizacional da Lei n. 6.404/76, pode-se então concluir que o gerenciamento de decisões se concentra sobre os órgãos de gestão – Conselho de Administração e/ou Diretoria – enquanto o controle decisório centrar-se-ia na Assembleia Geral de Acionistas, cuja incontestável legitimidade decorre da sua composição por todos os acionistas votantes.

Note-se que o modelo decisório da Lei n. 6.404/76 – ao menos como abstratamente desenhado - é baseado em algumas premissas. A primeira delas está na orientação vertical e "descendente" de ratificação e implementação da decisão.

Assim, a ratificação da iniciativa se verificaria, a princípio, no órgão que estabelece a vontade da maioria do capital social - Assembleia Geral de Acionistas - e iria, até sua implementação, dos órgãos eleitores para seus respectivos eleitos, ou seja, da Assembleia Geral de Acionistas para o Conselho de Administração, e deste para a Diretoria.

Outra premissa deste modelo decisório abstrato consiste na participação de todos estes órgãos em fases específicas e predeterminadas do processo de iniciativa, ratificação, implementação e monitoramento de decisões. A Assembleia Geral de Acionistas ratifica as iniciativas, o Conselho de Administração estabelece suas diretrizes de implementação e a Diretoria, representante legal da pessoa jurídica, efetua esta última, vinculando a companhia a

terceiros.

Em teoria, a iniciativa deveria advir, em regra, dos gestores da sociedade, pessoas diretamente ligadas ao quotidiano das atividades sociais e, portanto, melhor informadas para a realização de tais proposições.

Esta iniciativa passaria, como condição de legitimação, pela aprovação da maioria do capital social, para, então, converter-se em uma decisão vinculante da companhia. A seguir, seria implementada pelos representantes legais da sociedade, seus diretores, estabelecendo obrigações e direitos recíprocos em relação a terceiros[8].

Este é, em absoluta síntese, o modelo decisório que, face à estrutura organizacional da Lei n. 6.404/76, se pode em princípio vislumbrar. De feição "descendente" e eminentemente compartimentado entre os diferentes órgãos sociais, já que a cada um deles é dedicada uma fase específica deste processo de formação e monitoramento de decisões.

Entretanto, e novamente a partir das fases do processo decisório sistematizadas por Jensen e Fama, é possível notar nítidas diferenças entre o modelo abstratamente concebido pela estrutura organizacional das sociedades anônimas e aquele que, por uma série de circunstâncias fáticas, se mostrou aplicado.

A abstrata estruturação decisória e sua distribuição

---

[8] *"Assim, justamente, se ensina ter, em princípio, a deliberação assemblear,* de per si*, um caráter interno, devendo ser, pois (aos cuidados dos diretores ou de outrem com poderes a respeito), manifestada a terceiros para ter relevância quanto a estes. Por sua vez, entre os diretores, alguns podem ter o poder de manifestar a terceiros a vontade social (e, por isso, de obrigar a sociedade perante terceiros), tendo, no entanto, também os outros, o poder de concorrer (é óbvio, nos limites decorrentes da lei, do estatuto e das deliberações assembleares) para a determinação da vontade social que, em seguida, deve ser manifestada a terceiros.* ASCARELLI. Tullio. *Problemas das sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Ed. Bookseller. Campinas. São Paulo. 2001. pg. 496. Nota n. 1025.

entre os diferentes órgãos sociais acaba, na realidade fática, tornando-se nebulosa, com a sobreposição ou supressão de competências se revelando uma realidade da qual a legislação não pode se furtar a enfrentar.

A primeira variável a ser considerada na desconstrução fática e jurídica do modelo decisório "descendente" e compartimentado está na Assembleia Geral de Acionistas. Órgão social com altos custos de transação - dadas as rígidas formalidades de realização e deliberação - a Assembleia Geral de Acionistas não está apta a concentrar, com exclusividade, a competência para ratificar todas as iniciativas apresentadas[9].

Neste sentido, a própria Lei n. 6.404/76 flexibilizou a competência ratificadora da Asssembleia Geral de Acionistas, tornando tal ratificação obrigatória apenas nos casos do art. 122, matérias de competência privativa deste órgão.

Fora deste taxativo rol do art. 122 da Lei n. 6.404/76, a ratificação de iniciativas pode ser realizada pelo Conselho de Administração (art. 142 da Lei n. 6.404/76), órgão de estrutura e deliberações mais ágeis e, na maioria dos casos, melhor embasadas, dado o grau de informação disponível aos conselheiros.

O modelo decisório "descendente" e claramente compartimentado entre Assembleia Geral de Acionistas,

---

[9] Rubens Requião já apontava, com razão, a distância entre a função abstrata deste órgão e sua realidade fática. Em tese, a Assembleia Geral de Acionistas seria o órgão social supremo e mais legítimo, no qual os acionistas, sócios da companhia, democraticamente deliberariam sobre quaisquer assuntos de interesse social. Na prática, entretanto, as rígidas formalidades de convocação e instalação, o absenteísmo dos acionistas minoritários e o controle societário concentrado enfraqueceram a eficiência deste órgão, que hoje se mostra cada vez mais periférico no contexto decisório das companhias. REQUIÃO. Rubens. *Curso de Direito Comercial. Vol. II.* 23ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2002. Pg. 167/168.

Conselho de Administração e Diretoria é, de fato, impraticável e, em virtude disso, foi fática e normativamente substituído por outro, centrado cada vez mais no Conselho de Administração, órgão que, por sua estrutura e composição, revela-se informado, ágil e legitimado o suficiente para propor iniciativas, ratifica-las e traçar as linhas gerais de sua implementação.

A informação e especialização atribuídas ao Conselho de Administração advém tanto do perfil de seus integrantes[10], quanto também da proximidade deles em relação ao mercado e às atividades da companhia. Já sua legitimidade como órgão de ratificação advém das regras de escolha de seus membros – que procura viabilizar a participação de diversos grupos de interesses organizados em torno da companhia – e, por fim, sua agilidade se revela na celeridade com que pode ser convocado a deliberar.

Além do esvaziamento da Assembleia Geral de Acionistas como órgão ratificador de decisões – e consequente fortalecimento, neste sentido, do Conselho de Administração - outro fator fundamental para o afastamento entre o modelo decisório abstratamente concebido e aquele efetivamente verificado nas companhias brasileiras está na constante presença de uma pessoa ou grupo controlador majoritário[11], o qual concentra uma

---

[10] Integridade, capacidade de ouvir com abertura e tomar decisões difíceis, franqueza e coragem para expor suas opiniões, habilidades profissionais e antecedentes que demonstrem sua especialização são algumas das características esperadas daqueles que se disponham a compor o Conselho de Administração de uma companhia. ROSSETTI. José Paschoal. ANDRADE. Adriana. *Governança Corporativa.* Ed. Atlas. São Paulo. 2013. Pg. 199/200.

[11] "*A estrutura de propriedade acionária das companhias abertas brasileiras é muito concentrada, como demonstram diversos estudos existentes sobre o tema. As companhias são tradicionalmente controladas por um acionista controlador majoritário, ou, como se verificou mais recentemente, em razão do maior grau de dispersão das estruturas de propriedade das companhias listadas no Novo Mercado, por um grupo de acionistas vinculados por acordo de acionistas que regula o exercício*

quantidade de ações suficiente para aprovar qualquer deliberação na Assembleia Geral de Acionistas e eleger a maioria dos administradores da sociedade (art. 116 da Lei n. 6.404/76).

Com a realidade do controle majoritário e concentrado, o processo decisório tende a se concentrar ainda mais, desfazendo aquela hipotética especialização "descendente" acima aludida.

Como eleitor da maioria dos Conselheiros de Administração e prevalente nas deliberações da Assembleia Geral de Acionistas, este modelo de controlador da sociedade concentra, de fato, a quase totalidade do processo de iniciativa, ratificação e implementação de decisões corporativas, especialmente quando ele próprio ocupa lugar nos órgãos de gestão.

Portanto, o "esvaziamento" da competência ratificadora da Assembleia Geral de Acionistas, a canalização deste poder ratificador para o Conselho de Administração e a constante presença do controle majoritário nas companhias brasileiras desestrutura de forma nítida o teoricamente "descendente" e compartimentado processo decisório corporativo.

Conselhos de Administração que tomam iniciativas, ratificam e orientam a implementação de decisões e, por outro lado, controladores que ocupam funções de gestão e concentram, quase com exclusividade, em si mesmos todas as fases do processo decisório aludido por Jensen e Fama produzem a necessidade de alterações tanto na regulação quanto na análise deste contexto.

Considerar tais discrepâncias entre o que abstratamente se concebe como modelo decisório e o que se verifica no mundo dos fatos é fundamental para se abordar, como se fará abaixo, a estrutura de governança

---

do controle compartilhado". GORGA. Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Campus Jurídico. São Paulo. 2012. Pg. 41/42.

corporativa e sua regulação. Antes, porém, é preciso analisar o processo de monitoramento, pelos órgãos sociais, das decisões implementadas.

3 – Monitoramento de decisões corporativas

Este processo de monitoramento guarda vários pontos de semelhança com o processo de formação e implementação da decisão, uma vez que também aqui há a participação de diferentes órgãos da estrutura corporativa, cada um deles tendo, em princípio, atribuições específicas ao longo do processo.

Entretanto, o processo de formação e implementação de decisões na companhia segue, em tese, uma estrutura vertical e "descendente", já parte dos órgãos eleitores para seus respectivos eleitos.

Já o monitoramento de decisões corporativas segue, por seu turno, sentido inverso - ou "ascendente" - uma vez que a verificação entre o implementado e o decidido inicia-se nos órgãos eleitos e vai em direção àqueles que os elegeram.

Uma vez implementada, pela Diretoria, determinada decisão tomada na companhia, caberá ao Conselho de Administração o monitoramento[12] do ato praticado, aferindo até que ponto o que foi implementado pelos diretores corresponde às diretrizes de médio e longo prazo estabelecidas.

O Conselho de Administração, a seu turno, prestará à Assembleia Geral de Acionistas contas sobre toda a fase de implementação da decisão (art. 122, III da Lei n. 6.404/76), permitindo aos acionistas o monitoramento dos

[12] SALLES DE TOLEDO. Paulo F. C. O Conselho de Administração e a Governança Corporativa. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial. Vol. 4*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 207 e segs.

resultados obtidos, em relação ao que foi antes ratificado.

Assim, na estrutura decisória proposta por Jensen e Fama – e que, em última análise, está positivada na Lei n. 6.404/76 - a Assembleia Geral de Acionistas tem, no processo de monitoramento decisório, a competência final, sendo, ao menos em tese, o órgão competente para a ratificação e monitoramento - o denominado controle - de decisões.

Assim, formação e implementação de decisão, por um lado, e monitoramento da decisão implementada, por outro, formam um processo cíclico e contínuo - ao menos sob o ponto de vista dos modelos normativos - de modo a legitimar os atos praticados pela companhia.

Note-se, porém, que também na fase de monitoramento de decisões a Assembleia Geral de Acionistas tem se deslocado do centro para a periferia do processo.

Novamente falando em tese, nada mais legítimo que o ato de aferir a correspondência entre a ação implementada e aquela ratificada fosse realizado, em última instância, pelos próprios acionistas, titulares do capital social. Esta não é, entretanto, a realidade.

As assembleias gerais de acionistas são, como apontado, órgãos de realização custosa e nos quais a efetiva participação dos acionistas – especialmente minoritários - demanda um grau de informação que eles em geral não dispõem, pois envolve custos necessários à compreensão e análise das demonstrações financeiras e contábeis apresentadas pelos administradores.

Em conclusão, o que se percebe é que o modelo regulatório do processo decisório nas companhias caminha em direção ao Conselho de Administração, tanto no que tange à iniciativa, ratificação e implementação, quanto ao monitoramento de decisões, afastando a Assembleia Geral

de Acionistas deste contexto[13].

Outra fundamental diferença entre os processos aqui analisados está no fato de que o Conselho Fiscal, sem significativa atribuição normativa na formação e implementação da decisão, assume, ao menos em tese, posição central no processo de seu monitoramento.

Como se demonstrará, o Conselho Fiscal é legalmente estruturado como instrumento para diminuir os custos de monitoramento das decisões implementadas pelos órgãos de administração. Se, para os acionistas em geral, é custosa a obtenção de informações que lhes permita efetivamente monitorar os atos da gestão corporativa, o Conselho Fiscal, a princípio de natureza essencialmente técnica, desempenhará este papel de simplificar e expor, com maior clareza, estas informações.

Ressalte-se também que enquanto o processo de formação e implementação de decisões corporativas é eminentemente interno[14], ao processo de monitoramento é dada maior amplitude, para permitir que pessoas estranhas à estrutura interna da companhia (chamados genericamente de *stakeholders*) possam eventualmente dele participar.

Pretende-se aqui abordar o modelo normativo de monitoramento de decisões no contexto das companhias

---

13 Em companhias com controle concentrado, o Conselho de Administração torna-se, como aqui já apontado, mero instrumento jurídico através do qual o acionista ou grupo controlador exercerá tanto o poder de gerenciamento quando de controle de decisões.

14 É possível encontrar, na estrutura decisória normativamente estabelecida, hipóteses de participação de terceiros, alheios ao capital social, na formação e mesmo implementação da decisão. É o caso, por exemplo, da participação de representantes de empregados da companhia na formação do Conselho de Administração ou das modalidades de controle externo, como na hipótese de credores. São, porém, situações pontuais e excepcionais que, portanto, não chegam a comprometer o caráter eminentemente interno de formação e implementação de decisões corporativas.

brasileiras, bem como algumas de suas variações fáticas mais significativas e/ou frequentes.

Para tal abordagem é, entretanto, necessária mais uma fundamental análise, aplicável tanto ao processo de formação e implementação da decisão quanto ao seu monitoramento. Trata-se da chamada "teoria da agência", atualmente empregada na compreensão do contexto decisório e administrativo das companhias.

4 – Conflitos de agência e sua importância para o estudo das sociedades anônimas

A expressão "problemas de agência" (*agency problems*) ou "conflitos de agência" é mais um dos termos cujo sentido, nas Ciências Econômicas, em muito difere daquele que, ao menos à primeira vista, lhe atribui o Direito.

Diferenças conotativas são relativamente frequentes entre a Economia e o Direito. Vale citar, como exemplos, termos com "bem público", "transação" e mesmo "propriedade", cujos sentidos atribuídos na Economia e no Direito são bastante diversos e, em alguns casos, mesmo conflitantes[15].

Por isso é válido, antes de passar à abordagem do tema, esclarecer o significado que aqui se dá ao termo "agência" e seus respectivos conflitos e custos.

Em sentido econômico, conotação empregada também neste texto e em outros que abordam as sociedades anônimas sob a perspectiva da análise econômica do Direito[16], agência (*agency*) refere-se àquela

---

[15] COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Direito e Economia*. 5a edição. Ed. Bookman. Porto Alegre. Pg. 33.

[16] POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Aspen Publishers. 2007. Pg. 420 e segs. MACKAAY. Ejan. ROSSEAU.

situação na qual a efetivação ou maximização do interesse econômico de determinada pessoa ou grupo (chamado de *principal*, em inglês) depende diretamente da conduta de outrem, denominado agente (*agent*) [17].

O que é fundamental para a compreensão da relação de agência e sua aplicação ao estudo das companhias é, na verdade, entender que entre principal e agente há uma situação na qual a maximização de um determinado interesse economicamente mensurável do principal se apoia e depende da conduta adotada pelo agente.

O agente, por sua vez, está - seja em decorrência de contrato ou de outro tipo de relação jurídica – juridicamente obrigado a agir, precipuamente, no sentido da realização do interesse do principal[18].

O verdadeiro "ovo da serpente" ou "pecado original" da relação de agência está na constatação de que o agente é responsável pela conduta e pelos riscos advindos

---

Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 554 e segs.

[17] Muito embora seja comum, dentre as definições econômicas e gerenciais de agência, a referência a uma relação de natureza contratual entre o principal e o agente, é importante ressaltar que nem sempre isso se verifica. "*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers, there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal.* JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics,* October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360. pg. 310.

[18] Trata-se, portanto, de uma realidade mais ampla do que aquela abarcada pela definição legal de agência, referente especificamente à relação contratual definida nos termos do art. 710 do Código Civil.

de seu ato, enquanto, por outro lado, ao principal caberá os frutos da conduta tomada pelo agente[19].

Assim, em uma relação de agência, a preocupação central da pessoa ou grupo que esteja na posição de principal é a de evitar que o agente aja, no desempenho de sua função, em benefício próprio, e não no sentido maximizador dos interesses do principal, uma vez que ambos - principal e agente - são, pressupõe-se, sujeitos racionais e maximizadores de seus próprios interesses[20].

Há, deste modo, o que se chama de "conflito" ou "problema" de agência[21], dado que a conduta do agente tende, em regra, a seguir no sentido da maximização de

---

[19] JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June. 1983. P. 305.

[20] *"A essência da teoria do agente-principal está na compreensão e separação de papéis entre agente (tomadores de decisão) e principal (pessoas que confiam as decisões para terceiros). (...) A teoria prevê, entretanto, que nem sempre o agente agirá no melhor interesse do principal"*. SILVEIRA. Alexandre di Miceli. *Governança Corporativa*. Ob. Cit. Pg. 34/35.

[21] Sobre os conflitos de agência no Direito societário confira o clássico trabalho de: BERLE. Adolf A. MEANS Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. Transaction Publishers. 1991 (edição original 1932). Veja também: JENSEN. Michael C. SMITH JR. Clifford W.Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of agency theory. *Recent Advances in Corporate Finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam, Editors (Dow-Jones Irwin, 1985). EASTERBROOK, Frank H. FISCHEL, Daniel R. Close Corporations and Agency Costs, 38 *Stanford Law Review*. 271, 277 (1986). STIGLITZ. Joseph E. Principal and Agent. *Princeton, Woodrow Wilson School* - Discussion Paper (12). http://ideas.repec.org/p/fth/priwdp/12.html. 1988. KRAAKMAN. Reinier. HANSMANN, Henry. Agency Problems and Legal Strategies. Yale Law School. *Center for Law, Economics and Public Policy*. Research Paper No. 301. http://ssrn.com/abstract=616003. HOPT. Klaus J. Modernização do Direito Societário: perspectiva transatlântica. *Revista Direito GV*. N. 7. Jan-jun. 2008. São Paulo. Pgs. 49 a 64.

seus interesses próprios, e não no sentido necessário da implementação dos interesses do principal[22].

A estrutura de uma companhia baseia-se em relações de agência, já que, grosso modo, uma sociedade anônima é composta por grupos identificáveis de pessoas com relativo grau de interesses comuns entre si, os quais, entretanto, para serem implementados, dependem da conduta de outra pessoa ou grupo ligado à companhia.

Assim – e por exemplo - a maximização do interesse dos acionistas minoritários depende da conduta do controlador e a deste, por sua vez, vincula-se à ação dos administradores, e assim por diante. O ambiente corporativo é, em síntese, formado por grupos de interesses relativamente comuns dependentes, para sua maximização, da conduta de outro destes grupos de interesses organizados em torno da companhia.

A solução – ou, ao menos, minimização - deste conflito nas companhias passa, em síntese, pela necessidade de que o principal disponha de mecanismos que lhe permitam, com eficiência, monitorar a conduta do agente, de forma a aferir o sentido por ela tomado ao longo do processo de formação e implementação de decisões na companhia.

O termo Governança Corporativa pode ser compreendido como o conjunto de procedimentos e regras destinados a regular e monitorar os conflitos de agência inerentes às sociedades. São disposições cogentes que

---

22 *"O ponto crítico do problema de agência reside no fato de que a separação entre propriedade e gestão* [na sociedade anônima] *resulta no afastamento entre aqueles que decidem e aqueles que assumem as consequências das decisões."* (FREITAS. Bernardo Vianna de. QUEIROZ. Júlio Antônio Nunes. Conflito de Agência nas Sociedades Anônimas: uma análise sob a perspectiva da teoria dos jogos. In: CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord.) Sociedade Anônima e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 141/142.)

disciplinam todo o processo de formação, implementação e monitoramento de decisões na companhia[23], de forma a garantir a redução dos conflitos de agência aqui tratados.

Este monitoramento[24] se torna ainda mais relevante quando se lembra que, em regra, o agente dispõe de mais informações que o principal acerca da conduta esperada e da forma de desempenho necessária ao atendimento do interesse do principal.

A necessidade de monitoramento da conduta do agente e de redução da assimetria informacional[25] na qual se

---

[23] A expressão Governança Corporativa (do original inglês *corporate governance*) acabou por ganhar diferentes conotações no direito societário, mas, em verdade, melhor identifica as regras que disciplinam este processo interno de decisão e monitoramento de resultados nas sociedades anônimas. JOO. Thomas Wuil. Theories and models of Corporate Governance. UC Davis Legal Studies Research Paper Series. Research Paper No. 213 March 2010. http://ssrn.com/abstract=1543397. *Site* consultado em 23/03/2013. "*O tema* [Governança Corporativa] *pode ser definido como o conjunto de mecanismos que visam a fazer com que as decisões corporativas sejam sempre tomadas com a finalidade de maximizer a perspectiva de geração de valor de longo prazo para o negócio*". SILVEIRA. Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Ed. Elsevier Campus. São Paulo. 2010. Pg. 3. Compreender a Governança Corporativa como o conjunto das regras que disciplinam o processo decisório na companhia permite abarcar situações como o conflito de interesses nas votações, *insider trading*, *compliance*, abuso do poder de controle e outros temas que têm em comum o fato de decorrerem da estrutura de tomada de decisões na sociedade.

[24] MACKAAY. Ejan. ROSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 565.

[25] *"Algumas relações jurídicas (principalmente de conteúdo econômico) serão naturalmente travadas em situação de flagrante desequilíbrio entre as partes envolvidas, no tocante à disponibilidade de informações necessárias à adequada avaliação de seus efeitos e consequências. Trata-se de reconhecida falha de mercado associada à assimetria de informação, que favorece práticas e condutas inadequadas pela parte preponderante do ponto de vista informacional, em detrimento daquela mais vunerável"*. PITTA. Andre Grunspun. O direito do acionista à

encontra leva o principal a assumir os chamados "custos de agência", que são aqueles nos quais incorre o principal[26] para monitorar e zelar pela obtenção de uma performance confiável e efetiva de seus agentes[27].

5 – Principais conflitos de agência e sua regulação pelo direito societário

É possível apontar, no estudo das sociedades anônimas, ao menos três grandes conflitos de agência que se desenham e manifestam tanto na formação quanto na implementação e monitoramento de decisões referentes às atividades de uma companhia[28].

O primeiro deles é o que se verifica entre os acionistas da companhia e os administradores contratados para a gestão do empreendimento. Os acionistas - aqui no papel de principais - devem zelar para que os

---

informação. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. Tratado de Direito Comercial. Vol. IV. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 165.

[26] Ressalte-se ainda que a existência de "principais múltiplos", com interesses muitas vezes conflitantes entre si, leva à necessidade de coordenar estes interesses em um sentido mais ou menos uniforme, o que, por sua vez, acarreta os chamados "custos de coordenação".

[27] POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th edition. Ob. Cit. Pg. 420. "*We define agency costs as the sum of the monitoring expenditures by the principal, the bonding expenditures by the agent, the residual loss*". JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*… ob. Cit. pg. 311.

[28] Para melhor compreensão destes conflitos vale lembrar que o patrimônio da companhia é de titularidade dos seus acionistas, é controlado pelo controlador da sociedade, é gerido e alocado pelos administradores e funciona como garantia do pagamento dos credores. Isto significa que o mesmo montante de patrimônio serve a pelo menos quatro grupos distintos, cada um com seus interesses, diversos tanto dos outros grupos quando dentro de cada um deles. (BERLE. Adolf A. MEANS. Gardiner C. *The Modern Corporation & Private property*. Transaction Publishers. 1991. Pg. 112 e segs.)

administradores, contratados pela sociedade, direcionem sua conduta no sentido da maximização dos interesses dos sócios - que, afinal, são as pessoas os contrataram - e não no sentido dos próprios interesses[29].

Em uma companhia cujo processo de iniciativa, ratificação, implementação e monitoramento de decisões esteja concentrado nos órgãos de administração – e, mais especificamente ainda, no Conselho de Administração – esta modalidade de conflito de agência é a mais evidente. Os interesses dos acionistas dependem das iniciativas ratificadas e implementadas essencialmente pela administração da companhia.

Outro grande conflito de agência que se apresenta no contexto das companhias está entre o sócio ou sócio(s) controlador(es) - neste caso na posição de agentes - e os sócios minoritários, vistos aqui como principais. Os sócios minoritários precisam se precaver para evitar que o grupo ou sócio controlador exerça tal poder na sociedade apenas com o objetivo de atender seus objetivos particulares, e não aos interesses de todos os acionistas da companhia, como estipulado no art. 117 da Lei n. 6.404/76.

Em companhias de controle majoritário e concentrado – como, já se aqui disse, é a regra no contexto brasileiro – esta modalidade de conflito de agência é a mais evidente, pois o controlador exerce, quase que com exclusividade, o gerenciamento e controle do processo

[29] Na última década, este conflito veio particularmente à tona quando se tratou da forma de remuneração dos administradores, que muitas vezes funciona como elemento catalizador de condutas contrárias ao interesse dos acionistas, mas favoráveis aos interesses do administrador. JENSEN. Michael C. MURPHY. Kevin J. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. ECGI Working Paper Series in finance. N. 44/2004, july 2004. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: Disponível em: http://ssrn.com/abstract=561305. *Site* consultado em 01/03/2013.

decisório, por meio de sua prevalência nos órgãos gestores e na Assembleia Geral de Acionistas.

A preocupação central está, nesta hipótese, em minimizar o risco de que o controlador se aproprie, com exclusividade, dos benefícios do controle, utilizando sua ingerência sobre o processo decisório e gerencial apenas em seu próprio benefício.

Estas duas modalidades de conflitos de agência são, como se verifica, inerentes à estrutura organizacional da companhia e envolvem seus próprios sócios e os integrantes dos órgãos administrativos. São, por assim dizer, conflitos internos de agência na companhia.

Há ainda outro constante conflito de agência que se manifesta na conjuntura das companhias e que, ao contrário dos anteriores, envolve grupos de interesses externos à organização societária.

Reconhece-se que a companhia atua no mercado e que os efeitos positivos e negativos desta atuação extrapolam os interesses daqueles que fazem parte de sua estrutura interna. A existência e funcionamento de uma companhia gera, portanto, externalidades positivas e negativas no mercado.

Trata-se aqui, então, do conflito entre a própria companhia - agente - e terceiros como credores, empregados, consumidores e outros grupos de interesses jurídica e economicamente tuteláveis, mas alheios à composição organizacional da sociedade[30].

Tal conflito gira em torno da preocupação em evitar que a companhia exproprie credores, explore empregados ou engane consumidores, ao invés de trabalhar

---

[30] Utiliza-se o termo *stakeholders* para denominar genericamente estas pessoas e grupos cujos interesses estão ligados à companhia. A relação da companhia com estes *stakeholders* está no centro da discussão sobre responsabilidade social da companhia. ROSSETTI. José Paschoal. ANDRADE. Adriana. *Governança Corporativa – fundamentos, desenvolvimento e tendências*. Ed. Atlas. São Paulo. 2004. Pg. 35.

também pelos interesses destes terceiros. As essenciais externalidades criadas pela atuação da companhia devem, portanto, ser prevalentemente positivas, não o contrário.

Em princípio, a participação destes terceiros interessados na companhia (*stakeholders*) é, ao longo do processo de formação, ratificação e implementação de decisões, bastante restrita.

Pode-se cogitar que eles tenham legitimidade para propor iniciativas – não vinculantes - a serem, se ratificadas, implementadas pela companhia. Fora isso, as fases de ratificação e implementação de decisões escapam à sua atuação, embora os efeitos das decisões implementadas tenham direto impacto sobre os interesses deles.

Assim, enquanto nos conflitos internos de agência a regulação se pode efetivar com a disciplina das regras de formação, ratificação e implementação de decisões, no conflito de agência entre a companhia e terceiros o processo de monitoramento é quem ganha mais relevância, pois dele podem, com mais efetividade, participar, através dos mecanismos abaixo abordados, os *stakeholders*.

Note-se que, nos três modelos apresentados, os custos de agência consistem não apenas nos custos de orientação e monitoramento da conduta dos agentes, mas também nos custos de coordenação dos interesses dos principais, já que, nos modelos citados, os principais são múltiplos e de interesses não coordenados entre eles mesmos.

Nos conflitos internos de agência, os principais (acionistas da companhia) não estão completamente alinhados no que se refere aos seus interesses no empreendimento[31]. Há, vale citar como exemplos, aquele

[31] Sobre os diferentes perfis de acionistas, confira: COELHO. Fábio Ulhôa. As Relações Societárias. (In:). COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord:) *Tratado de Direito Comercial. Vol. 4*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pgs. 14/15.

acionista de perfil especulativo, o de orientação mais empreendedora, aquele que tem nos dividendos da companhia seu maior objetivo e aquele grupo ou pessoa que detenha o controle sobre a sociedade.

Tal constatação é suficiente para demonstrar a dificuldade em definir e coordenar o que se pode tomar, em qualquer dos conflitos de agência internos, como real interesse economicamente preponderante do principal.

Clara também é a dificuldade em alinhar, no conflito externo de agência, o interesse dos principais múltiplos. Os grupos externos à estrutura organizacional da companhia, mas a ela de algum modo vinculados (como credores, consumidores, trabalhadores, etc.) têm interesses e objetivos muito diversos uns dos outros.

Os credores querem, claro, receber seus direitos na forma e prazo estipulados. Os consumidores esperam produtos de alta qualidade e baixo preço e os trabalhadores, a seu turno, querem maiores salários e condições de trabalho mais favoráveis. É neste contexto que, espera-se, desenvolva a unidade de expectativas sobre a conduta do agente (no caso, a companhia).

Os citados conflitos ou problemas de agência manifestam-se precipuamente no processo de formação, implementação e monitoramento de decisões no contexto da companhia. Agentes e principais têm, em todos os casos citados, direta intervenção no processo decisório ou de monitoramento de decisões e, como consequência, nos atos praticados pela companhia.

Face à realidade conflituosa descrita, a legislação societária – e as normas internas da companhia, de origem estatutária - busca estipular regras que solucionem – ou ao menos minimizem – os conflitos de agência e os custos

deles decorrentes[32]. Tais regras são, como dito, referidas sob o termo Governança Corporativa.

As estratégias legais para solucionar ou minimizar os conflitos de agência internos e externos, nas companhias, podem ser classificadas em duas grandes modalidades[33].

Há, por um lado, as chamadas "estratégias reguladoras" (*regulatory strategies*), que são normas destinadas a fixar, de forma detalhada e antecipada (*ex ante*) a conduta esperada do agente para o atendimento aos interesses do principal tutelado na situação. A conduta do agente é, portanto, estabelecida em padrões abstratos (*standards*) e legalmente referenciados.

O grau de eficiência desta modalidade de estratégia reguladora depende de fatores como a eficiência da autoridade aplicadora de sanções aos agentes desonestos ou oportunistas – seja dita autoridade o Poder Judiciário ou outro órgão regulador - e também do nível de transparência (*disclosure*) das informações relevantes sobre a conduta do agente, uma vez que só assim é possível aferir seu alinhamento com os interesses do principal.

Há também as chamadas estratégias de governança (*governance strategies*), que visam reduzir os conflitos de agência facilitando o controle – ou monitoramento - do agente, pelo principal, que, neste caso, dispõe de fortes e

---

32 Em geral, reduzir os riscos de que o agente atue contra o interesse do principal acaba sendo, em última análise, tão vantajoso para o agente quanto para o principal. Assim, leis de falência protetivas para os credores (principal) contra atos expropriatórios da companhia (agente) tornam, em certo grau, o fornecimento de crédito mais seguro e, portanto, mais barato para os empresários.

33 KRAAKMAN. Reinier. HANSMANN. Henry. ARMOUR. John. Agency problems and Legal Strategies. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. Second Edition. Oxford. Pgs. 124 e segs.

eficientes mecanismos para interferir diretamente na conduta do agente, ao longo do processo decisório.

Criam-se, nesta modalidade, mecanismos de governança destinados a permitir que os principais atuem diretamente na construção da conduta do agente. A conduta esperada do agente é delineada pela atuação concreta do principal e não por modelos abstratos legalmente estabelecidos.

O grau de eficiência desta estratégia vincula-se, antes de mais nada, ao nível de coordenação de interesses entre os principais múltiplos, já que estes disporão de instrumentos destinados a permitir-lhes orientar concretamente a conduta dos agentes.

Deste modo, em situações de grande disparidade de interesses entre os principais, ou de significativo grau de assimetria informacional entre eles, esta estratégia acarreta altos custos de coordenação.

A diferença fundamental entre os dois modelos de solução está, portanto, na necessidade de se optar por estabelecer em lei a conduta esperada do agente ou por criar mecanismos que propiciem aos principais atuarem diretamente, ao longo do processo decisório, na formação desta conduta, conforme as situações concretas vivenciadas pela companhia.

Entre ambas as alternativas, a segunda se mostra, a princípio, mais eficiente, especialmente se considerada, por um lado, a já apontada prevalência do Conselho de Administração na formação, ratificação e implementação de decisões e, por outro lado, a realidade das companhias estruturadas sob um regime de controle majoritário e concentrado.

Em uma companhia cujo processo decisório esteja centrado no Conselho de Administração ou na presença marcante do controlador, a governança corporativa estruturada em regras que disciplinem o acompanhamento e monitoramento do processo decisório será mais eficiente

do que procurar estruturar abstratamente, na legislação, as condutas esperadas.

A Governança corporativa pautada no forte monitoramento de decisões e não na excessiva padronização legal e abstrata de condutas esperadas dos agentes revela-se, deste modo, mais eficiente em realidades nas quais, como apontado, o processo decisório concentra-se no Conselho de Administração ou na ação do controlador.

CAPÍTULO XII

Conselho Fiscal e outros instrumentos de fiscalização das atividades sociais

1 – Os instrumentos legais de fiscalização das companhias e seu papel na redução dos conflitos de agência

Resta demonstrado que os conflitos de agência são inerentes ao processo decisório nas companhias e, do mesmo modo, que grande parte dos custos decorrentes destes conflitos advém da necessidade de monitoramento, pelos principais, da conduta de seus agentes ao longo da formação e implementação de decisões na companhia.

Fica também claro que este processo de monitoramento - vertical e ascendente, como se viu - passa essencialmente pela obtenção de informações claras e detalhadas sobre a conduta adotada pelos agentes ao longo do processo decisório, de forma a permitir que os principais possam monitorar tais condutas e aferir até que ponto seus legítimos interesses estão observados nos atos praticados pelos agentes.

No contexto das sociedades anônimas, o processo de obtenção destas informações passa por diferentes níveis e instrumentos, sendo um deles constituído pelos mecanismos de fiscalização da administração societária.

O capital social é integralizado pelos acionistas que, entretanto, conferem sua gestão aos órgãos de administração, devendo estes últimos, por sua vez – e em princípio - orientar sua atuação em prol da maximização de valor para o empreendimento e, via de consequência, aos interesses dos acionistas.

Assim, se os acionistas são os titulares do capital – e, indiretamente, também do patrimônio – social, é inegável que as decisões sobre a alocação e gestão destes recursos são implementadas não por eles, mas pelos administradores da companhia.

Em decorrência, consagra-se a assertiva de que é direito de todo e qualquer acionista fiscalizar a atuação dos gestores do capital social integralizado, mas, na prática, esta fiscalização direta e individualizada se mostra inviável, especialmente se levado em consideração o potencialmente imenso número de acionistas de uma mesma companhia.

Se aos acionistas fosse individual e diretamente conferida a atribuição de fiscalizar a gestão da companhia, isso não ocorreria de forma eficiente, pois, em primeiro lugar, cada um destes acionistas seria obrigado a arcar com os custos do exercício deste direito e, em segundo lugar, os administradores precisariam ficar, em tese, sempre à disposição para prestar informações àquele acionista que eventualmente se dispusesse a arcar com os custos desta fiscalização[1].

Para reduzir os custos de transação inerentes ao exercício da fiscalização sobre a gestão das sociedades é que foram estabelecidos mecanismos que viabilizem a implementação desta fiscalização sem, entretanto, comprometer o bom funcionamento dos órgãos societários. Neste sentido existem, basicamente, dois modelos para se reduzir a distância entre a atuação dos administradores e o exercício do direito de fiscalização, pelos acionistas.

O primeiro está na fiscalização interna, assim compreendida por ser realizada através de um órgão

[1] Apenas de forma excepcional, fundamentada e judicialmente autorizada o acionista terá acesso direto à integralidade dos livros e documentos contábeis da companhia, como se pode extrair do texto do art. 105 da Lei n. 6.404/76.

próprio da sociedade[2]. A princípio, a Assembleia Geral de Acionistas exerce esta atribuição, uma vez que aprova as contas da administração e os relatórios anuais e balanços contábeis referentes às atividades sociais (arts. 132, I e 133 da Lei n. 6.404/76).

O segundo modelo está na previsão da denominada fiscalização externa, assim referida por ser efetuada através de entidades personificadas[3] alheias à companhia fiscalizada. Neste formato, a companhia e seus administradores são fiscalizados por outra pessoa – física ou jurídica – que tem nesta atividade seu objeto e não compõe a estrutura organizacional da sociedade fiscalizada.

A Lei das Sociedades por Ações brasileira (Lei n. 6.404/76) ficou entre os dois sistemas. Vale-se, em regra, da fiscalização interna, uma vez submente as contas e atos da administração à aprovação pela Assembleia Geral de Acionistas e estabelece a obrigatoriedade da existência do órgão técnico fiscalizador – o Conselho Fiscal – nas sociedades anônimas brasileiras.

Por outro lado, a legislação brasileira prevê, para as companhias abertas, a obrigatoriedade de auditoria externa periódica sobre suas demonstrações contábeis (art. 177 par. 3º da Lei n. 6.404/76), nitidamente invocando o modelo de fiscalização externa.

Assim, a fiscalização da gestão das companhias abertas, corolário necessário à minimização dos custos de agência, é obrigatória e periodicamente efetuada, nos moldes da legislação brasileira, tanto em âmbito interno quanto externo, enquanto as companhias de capital fechado

---

[2] BARBOSA. Marcelo. O direito essencial de fiscalização da gestão dos negócios sociais. (In) SILVA. Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a lei de Sociedades por Ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 188.

[3] CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. III.* 6ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2014. Pg. 405 e segs.

e as sociedades limitadas têm em comum a facultatividade da fiscalização externa e obrigatoriedade de fiscalização interna periódica.

Apesar desta importante característica em comum, sociedades anônimas de capital fechado e limitadas guardam uma relevante distinção, no que tange às regras de fiscalização interna das atividades dos administradores.

Tal distinção refere-se à obrigatoriedade ou não de existência, na estrutura organizacional da sociedade, do órgão fiscalizador por excelência. O Conselho Fiscal é de existência obrigatória para as sociedades anônimas – de capital aberto ou fechado – enquanto, nas sociedades limitadas, sua existência depende de previsão contratual neste sentido.

2 – O Conselho fiscal como instrumento de mitigação dos conflitos internos de agência

2.1 – Características gerais do Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal tem seu regime jurídico estabelecido basicamente pelos artigos 161 a 165 da Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76), e pelos artigos 1.066 a 1.070 do Código Civil. Trata-se de um órgão destinado essencialmente à fiscalização da legalidade dos atos praticados pelos administradores da sociedade e, desta forma, prestar subsídios valiosos aos sócios, no monitoramento de decisões implementadas nas atividades sociais.

Cumpre-lhe, quando em atividade, fiscalizar, nas companhias, tanto o Conselho de Administração – se existente - quanto a Diretoria e, nas sociedades limitadas, todos os seus administradores, sejam eles nomeados em contrato social ou ato separado.

O Conselho Fiscal é, nas companhias brasileiras, um órgão caracterizado pela EXISTÊNCIA OBRIGATÓRIA e FUNCIONAMENTO FACULTATIVO[4]. Isso significa que todas as Sociedades Anônimas – abertas ou fechadas - são obrigadas a contar com ele em sua estrutura organizacional (existência obrigatória) mas, por outro lado, estabelece que este Conselho fica, em princípio, DESATIVADO, inativo, aguardando o momento ou a solicitação para que entre atividade (o que se chama de funcionamento facultativo).

Existem dois casos em que o Conselho Fiscal é, pela Lei das Sociedades por Ações (Lei n. 6.404/76), de FUNCIONAMENTO PERMANENTE. Tratam-se das sociedades de economia mista (art. 240 da Lei n. 6.404/76) e daquelas Sociedades Anônimas – abertas ou fechadas - cujos Estatutos estabeleçam expressamente esta característica (art. 161 da Lei n. 6.404/76)[5].

Quando o Estatuto Social não contém previsão de funcionamento permanente do Conselho Fiscal, é possível que isso seja estabelecido mediante alteração estatutária, a ser precedida do cumprimento às regras do art. 135 da Lei 6.404/76[6].

---

[4] Como já salientado, o Conselho Fiscal nas sociedades limitadas é de criação contratual (art. 1.066 do Código Civil). Portanto, silente o contrato social, ele inexiste na estrutura organizacional das sociedades limitadas. Por outro lado – e uma vez que institua o Conselho Fiscal – poderá o contrato social estabelecer – nos moldes das sociedades anônimas – regras para seu funcionamento ou instalação.

[5] *"Assim, o estatuto deve disciplinar o órgão, dispondo se o seu funcionamento será permanente ou se dependerá da solicitação dos acionistas minoritários para que se instale e passe a funcionar naquele exercício social"* (EIRIZIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada. Vol. II*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2012. Pg. 428).

[6] Esta alteração deve, em rápida síntese, atender aos seguintes requisitos:

Em hipóteses de funcionamento facultativo, o Conselho Fiscal será instalado por decisão da Assembleia Geral de Acionistas, desde que tal instalação seja solicitada por acionista ou grupo deles que represente, no mínimo, um décimo das ações com direito a voto ou cinco por cento das ações sem direito a voto emitidas pela companhia (art. 161 par. 2º da Lei n. 6.404/76).

Este pedido de instalação do Conselho Fiscal poderá ser formulado em qualquer Assembleia Geral de Acionistas, e mesmo que tal matéria não conste de seu Edital de convocação.

Havendo requerimento de instalação do Conselho Fiscal - e preenchido, obviamente, o quórum mínimo exigido e acima mencionado - os seus integrantes serão eleitos na própria Assembleia Geral de Acionistas na qual for solicitada a instalação (art. 161 par. 3º da Lei n. 6.404/76).

Uma vez em funcionamento, o Conselho Fiscal exercerá suas atividades até a primeira Assembleia Geral Ordinária realizada após sua instalação (art. 161 par. 2º da Lei n. 6.404/76), quando então voltará, em princípio, ao estado de DESATIVADO.

Nada impede, entretanto, que, em havendo novo requerimento, por parte de acionistas legitimados a solicitar sua instalação, seja estabelecido novo e igual período de atividade do Conselho Fiscal.

---

1 – A alteração de cláusula estatutária para transformar a atuação do Conselho Fiscal de facultativa em permanente deve ser aprovada em Assembleia Geral Extraordinária de Acionistas, convocada expressamente para este fim.

2 – Esta Assembleia Geral Extraordinária somente se instala, em primeira convocação, com a presença de, no mínimo, três quartos do capital votante.

3 – Esta aprovação ocorre por maioria absoluta do capital social. (CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. III*. Ob. Cit. Pg. 420)

Da mesma forma ocorre com os membros do Conselho Fiscal, que exercerão suas funções até a primeira Assembleia Geral Ordinária que se realizar após sua eleição, sendo, entretanto, admitida a reeleição (art. 161 par. 6º da Lei n. 6.404/76)[7].

A Lei n. 6.404/76 estabelece expressamente, em seu art. 162, que os membros do Conselho Fiscal devem cumulativamente preencher os seguintes requisitos: ser pessoas físicas, residentes no país e diplomadas em curso de nível universitário ou que tenham exercido, por prazo mínimo de 03 (três) anos, cargo de administrador de empresa ou de conselheiro fiscal.

Ainda no art. 162 a Lei 6.404/76 estabelece as hipóteses que tornam determinada pessoa INELEGÍVEL para o Conselho Fiscal de uma sociedade anônima[8]. São tais casos:

1 – pessoas impedidas por lei especial, ou condenadas por crime falimentar, de prevaricação, peita ou suborno, concussão, peculato, contra a economia popular, a fé pública ou a propriedade ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos (art. 147);

2 – pessoa que não tenha reputação ilibada (art. 147);

3 – pessoa que ocupe cargos em sociedades que possam ser consideradas concorrentes no mercado (art. 147);

---

[7] Previsão similar existe também para os membros de Conselho Fiscal das Sociedades Limitadas, que, uma vez empossados, exercerão suas atividades, salvo cessação anterior, até a próxima deliberação anual (art. 1.067 do Código Civil).

[8] Os requisitos e hipóteses de inelegibilidade para o Conselho Fiscal de sociedades limitadas estão elencados no art. 1.066 *caput* e par. 1º do Código Civil, sendo muito semelhantes àqueles estipulados pela Lei n. 6.404/76.

4 – pessoa que tenha interesse conflitante com o da companhia (art. 147)[9];
5 – Membros de órgão de administração da companhia (leia-se Conselho de Administração e Diretoria) ou de sociedade controlada por ela ou do mesmo grupo (art. 162);
6 – Empregados da companhia ou de sociedade controlada por ela ou do mesmo grupo (art. 162);
7 – cônjuge ou parente, até o terceiro grau, das pessoas elencadas nos números 5 e 6 (art. 162).

Extrai-se destes requisitos a preocupação normativa em ter, no corpo de conselheiros fiscais da sociedade, pessoas ao mesmo tempo dotadas de capacidade técnica para o exercício de tais atribuições e, além disso, cercadas pela necessária imparcialidade e integridade de conduta que se deve esperar de todo aquele que exerça funções fiscalizatórias.

A eleição dos Conselheiros Fiscais é, tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas, competência privativa e indelegável dos sócios, reunidos, nas companhias, em Assembleia Geral de Acionistas (art. 132, III da Lei n. 6.404/76) ou, nas limitadas, em órgão de deliberação anual (Código Civil, art. 1.066 *caput*).

Com o intuito de que o Conselho Fiscal seja composto por representantes de diferentes grupos organizados de sócios, há, tanto na Lei n. 6.404/76 quanto no Código Civil, a previsão, em favor de determinadas minorias, do direito de eleger, em separado, um integrante deste órgão.

Na Lei n. 6.404/76 este direito de eleger em separado um membro do Conselho Fiscal e seu respectivo suplente é conferido aos titulares de ações sem direito a voto e aos titulares de ações com direito a voto, mas não

[9] Vale observar que as hipóteses elencadas nos números 2, 3 e 4 podem ser dispensadas pela Assembleia Geral de Acionistas que eleger o Conselheiro.

pertencentes ao sócio ou grupo controlador, desde que representem, neste último caso, mais de 10% do capital votante da companhia (Art. 161 par. 4º da Lei n. 6.404/76)[10].

Já nas Sociedades Limitadas este direito de eleger, em separado, um integrante do Conselho Fiscal é conferido aos sócios que detenham 1/5 (um quinto) ou mais do capital social e não sejam majoritários (Art. 1.066 par. 2º do Código Civil).

O número de suplentes eleitos para o Conselho Fiscal deve ser o mesmo dos titulares, sob pena de violação aos citados textos legais. Vale também lembrar que, conforme salienta MODESTO CARVALHOSA[11] cada titular é eleito com seu respectivo suplente e, deste modo, o suplente de cada conselheiro só pode substituir o seu respectivo titular.

Sobre conselheiros fiscais e sua forma de remuneração, nota-se que tanto o Código Civil (art. 1.068) quanto a Lei n. 6.404/76 (art. 162 par. 3º) contêm a regra segundo a qual caberá aos sócios, no ato de eleição dos integrantes do Conselho Fiscal, estabelecer a remuneração de seus integrantes[12].

Ainda sobre a remuneração dos Conselheiros Fiscais, deve-se lembrar que esta vincula-se ao efetivo exercício, pelo membro, das atribuições inerentes à sua

---

[10] Analisadas à luz dos conflitos de agência é possível ver, nestas previsões de votação em separado, uma tentativa de coordenar os múltiplos e conflitantes interesses dos principais, no caso representados pelos acionistas da companhia.

[11] CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. Vol. III*. Ob. cit. Pg. 423.

[12] Diferentemente do que se tem no Código Civil, a Lei n. 6.404/76 estabelece, no referenciado artigo, um valor mínimo de remuneração para os Conselheiros Fiscais em exercício correspondente a 10% (dez por cento) do montante devido aos diretores da companhia.

condição[13]. Assim, apenas quando o Conselheiro Fiscal suplente vem efetivamente a exercer as atividades do órgão, em substituição ao respectivo titular, é que terá ele direito à remuneração estipulada.

Por fim, deve-se lembrar que os Conselheiros fiscais de sociedades anônimas ou limitadas estão, como determinam os arts. 165 da Lei n. 6.404/76 e 1.070 do Código Civil, sujeitos aos mesmos deveres e possibilidade de responsabilização civil aplicáveis aos administradores do respectivo modelo societário.

2.2 – As atribuições legais do Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas e nas Sociedades Limitadas

A Lei n. 6.404/76 fixa diretrizes claras sobre as competências de cada um dos órgãos da companhia. Esta premissa é particularmente importante quando se contrapõe, de um lado, as atribuições do Conselho Fiscal e, do outro, a dos órgãos de administração - Conselho de Administração e Diretoria – da sociedade.

No caso do Conselho Fiscal, suas atribuições e prerrogativas decorrem diretamente da Lei n. 6.404/76, que as elencou em seus artigos 163 e 164. O texto destes artigos deixa claro que em momento algum confere-se ao Conselho Fiscal poder de participar no processo de formação ou implementação de decisões na companhia[14].

---

[13] *"A remuneração deve ser paga mensalmente, a partir do momento em que o conselheiro toma posse de seu cargo. Nada impede que o estatuto ou a assembleia geral estabeleça, adicionalmente, remuneração por reunião (jetons) como forma de estimular o comparecimento dos membros do órgão. Como a remuneração é devida pelo efetivo exercício do cargo, os suplentes, enquanto permanecerem em tal condição, a ela não fazem jus."* EIZIRIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada*. Vol. II. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 441.

[14] O art. 1.069 do Código Civil enumera, em caráter exemplificativo, as atribuições do Conselho Fiscal das Sociedades Limitadas. De sua análise pode-se também concluir que a formação ou implementação das

Assim, todos os aspectos referentes à fase de implementação das decisões ligadas à realização do objeto e finalidade sociais são de competência dos órgãos de administração, que, quanto a isso, estão sujeitos diretamente ao que foi deliberado em Assembleia Geral de Acionistas, órgão responsável pela eleição de tais administradores e no qual são, como visto, ratificadas as decisões a serem implementadas.

O Conselho Fiscal, portanto, não tem competência para analisar os atos dos órgãos de administração sob o prisma de sua conveniência ou oportunidade, pois, se o fizer, estará interferindo na implementação de decisões da companhia e, portanto, usurpando competência[15]. É dizer que o Conselho Fiscal tem o poder/dever de fiscalizar a LEGALIDADE dos atos praticados pelos administradores da companhia, mas não pode, sob pena de exceder suas atribuições, avaliar a CONVENIÊNCIA ou a OPORTUNIDADE destes mesmos atos[16].

---

decisões tomadas pelos quotistas passam ao largo dos poderes do Conselho.

[15] A conclusão é a mesma em se tratando do Conselho Fiscal das Sociedades Limitadas, dada a similitude de conteúdo entre as atribuições deste órgão na Lei n. 6.404/76 e no Código Civil.

[16] *"A fiscalização a ser exercida pelo Conselho Fiscal sobre os atos dos administradores deve restringir-se tão-somente à verificação do atendimento dos seus deveres legais e estatutários.*

Assim, o órgão fiscalizador não possui competência para apreciar o conteúdo da gestão societária, ou seja, não lhe cabe entrar no julgamento do mérito e da conveniência das decisões empresariais tomadas pelos administradores. EIZIRIK. Nelson. Conselho Fiscal. (In:) LOBO. Jorge. (Coord). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003. Pgs. 462/463. LAMY FILHO. Alfredo. BULHÕES PEDREIRA. José Luiz. A Lei das S.A. 2ª edição. 2º volume. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. pg. 456. Nesse sentido é particularmente interessante observar que se o Conselho Fiscal realiza alguma, qualquer quer seja, interferência na formação das decisões gerenciais da sociedade, começa ele a ser responsável por elas, perdendo, deste modo, sua feição mais

Ao se abordar as competências do Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas é preciso também definir se este é um órgão colegiado, cujos membros não têm poderes individuais - como o Conselho de Administração – ou se, ao modo da Diretoria, os conselheiros fiscais podem agir de forma isolada, independentemente de deliberação de seus pares, no exercício de suas atribuições.

A posição adotada, tanto pela doutrina quanto pela jurisprudência dominantes, vai, com base no texto dos artigos 163 e 164 da Lei n. 6.404/76, no caminho intermediário, ao reconhecer a existência de atos que podem ser isoladamente praticados pelo Conselheiro Fiscal, ao lado de outros que dependem, para sua válida efetivação, de deliberação majoritária[17].

Deve-se reconhecer que a admissão de competências individuais para o Conselheiro Fiscal colabora para dar maior eficiência à atuação, neste órgão, dos representantes de grupos minoritários de acionistas, os quais, se prevalente a forma estritamente colegiada, poderiam ser anulados, pelo voto dos conselheiros ligados ao grupo majoritário, nas deliberações do órgão[18].

---

importante, que é a de isenção e independência em relação às atividades que se destina a fiscalizar.

[17] Sobre tais posicionamentos doutrinários e jurisprudenciais, veja-se: EIZIRIK. Nelson. Conselho Fiscal (In:). Reforma da Lei das Sociedades Anônimas. Ob. Cit. pg. 459. Em sentido oposto, ou seja, defendendo a natureza essencialmente colegiada do órgão, vai Alfredo Lamy Filho (LAMY FILHO. Alfredo. Temas de S.A – exposições - pareceres. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. pg. 225 e segs.)

[18] O art. 1.069 do Código Civil não deixa margem à duvidas, quando se trata de admitir a possibilidade de atuação isolada do conselheiro fiscal, no exercício de suas atribuições. Não só acolhe expressamente esta prerrogativa quanto a admite independentemente de qual seja o ato a ser isoladamente praticado, desde que, claro, esteja dentro das competências do órgão.

Ressalte-se também que o Conselho Fiscal não é representante legal da sociedade. É dizer que ele não tem, seja nas companhias ou limitadas, legitimidade para interagir com terceiros em nome da sociedade, sendo, ao contrário, um órgão cujos atos somente têm validade *interna corporis*. Todas as suas competências e atos são orientados exclusivamente para o órgão deliberativo da sociedade – Assembleia de Acionistas ou sócios - que o elege.

2.3 – Conselho fiscal e a redução dos conflitos de agência nas sociedades anônimas

Como visto, o Conselho Fiscal integra a estrutura organizacional da sociedade anônima. Esta característica, somada à observação de que se trata de um órgão sem poderes de representação – ou seja, que não pode atuar em nome da companhia – faz com que os resultados de sua ação fiscalizatória estejam limitados ao âmbito da própria sociedade.

Desta forma não há, a princípio, significativa relevância de sua atuação para a redução de conflitos externos de agência, voltados para a relação entre a companhia e terceiros, embora uma efetiva atuação do Conselho Fiscal acabe por refletir positivamente – mas de forma indireta - sobre a governança corporativa em geral.[19]

---

[19] *The value of the equity stake sold by the entrepreneur depends on the choice of corporate governance. This choice is taken to be binary in this model and essentially a 'weak/strong' choice. Under a strong governance regime, the firm has an independent audit committee, deciding whether or not to appoint an auditor and selecting the quality of any audit, and an independent board of directors implementing the auditor's recommendations. Under this regime, both the audit committee and the board of directors are assumed to take the decisions maximizing the value of the firm's equity. In contrast, under a weak governance regime, the entrepreneur takes the decisions maximizing his own welfare*. (FRANTZ. Pascal. INSTEFJORD. Norvald. *Corporate Governance, shareholder conflicts and audit quality*. http://ssrn.com/abstract=669024. *Site* consultado em

Fique claro, porém, que os resultados da atuação fiscalizadora do Conselho Fiscal limitam-se aos sócios, e que terceiros interessados na companhia estão, por óbvio, alheios a tais conclusões e precisarão de outros meios para efetivamente exercer seu monitoramento sobre as decisões e atos da companhia.

Por outro lado, o Conselho Fiscal desempenhará, se efetivo, significativo papel na redução dos custos de monitoramento dos conflitos internos de agência, sejam eles entre sócios e administradores[20] ou entre acionistas controladores e minoritários[21].

Talvez nenhum outro órgão da companhia tenha sua eficiência tão vinculada à efetiva dedicação de seus membros quanto o Conselho Fiscal. O papel central que este órgão social exerce na redução dos custos de monitoramento inerentes aos conflitos internos de agência na companhia está essencialmente atrelado à forma pela qual seus membros encaram o exercício de suas atribuições.

Sem conselheiros dotados de atributos pessoais e técnicos adequados, somados à imparcialidade e comprometimento com suas atribuições, o Conselho Fiscal

---

30/04/2013.

[20] *"Especificamente, pode-se dizer que o conselho fiscal contribui para resolver um importante problema da relação de agência, referente ao fluxo de informações disponíveis sobre o comportamento do agente para o seu principal. Assim, o conselho fiscal deve minimizar a assimetria de informações dos acionistas em relação à administração social(...)".* GORGA. Érica. *Direito Societário Atual.* Ed. Elsevier. São Paulo. 2013. Pg. 264.

[21] *An effective AC* [Audit Committee] *minimizes agency problem by reducing information "asymmetry between owners and management and also acts as a safeguard of stakeholders' interests. The main outcomes of an effective AC are (i) more credible financial information, (ii) preventing unauthorized earning management in the firm and in effect and (iii) enhancing firm's returns and profit.* MOHIUDDIN. Md. KARBHARI. Yusuf. Audit Committee Effectiveness: A Critical Literature Review. AIUB *Journal of Business and Economics* Volume 9, Number 1. January 2010 pp. 97-125. pg. 112.

se tornará não um redutor de custos, mas um elemento gerador deles, sem a correspondente compensação.

É, portanto, preocupação constante a definição dos atributos pessoais que devem acompanhar a condição de conselheiro fiscal[22]. Destes atributos, alguns se destacam, quais sejam: independência em relação aos administradores e controladores da companhia, aprofundado conhecimento em finanças e disponibilidade e vontade para realizar reuniões frequentes[23].

Toda esta estrutura normativa destinada a cercar o Conselho Fiscal de independência e eficiência no exercício de suas atribuições de monitoramento do processo decisório estará frontalmente comprometida se, em companhias com controle majoritário e concentrado, o acionista ou grupo controlador eleger, como se espera, a maioria dos integrantes deste órgão.

O Conselho Fiscal é eleito pela Assembleia Geral de Acionistas (art. 122, II da Lei n. 6.404/76) e, em caso de controle concentrado, restará nítido que sua composição será ditada eminentemente pela vontade do controlador.

Some-se a isso a conclusão de que este acionista ou grupo controlador também elege – ou participa diretamente – dos órgãos de gestão (art. 122, II da lei n. 6.404/76) e se

---

[22] Vale observar que entre conselheiros fiscais e acionistas há uma relação de agência, com seus respectivos conflitos e custos. Cabe ao acionista monitorar a atuação do Conselheiro fiscal nas reuniões e atividades do órgão, de modo a saber se efetivamente corresponde aos seus interesses.

[23] LEVITT JR. Arthur. The numbers game. *The CPA Journal*. Dec. 1998; 68, 12-19. Disponível em http://www.ssrn.com. *Site* consultado em 02/02/2015. No mesmo sentido: Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 5ª edição. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_baixa[1].pdf. Site consultado em 02/02/2016.

estará diante de uma realidade que, em termos econômicos, denomina-se de "teoria da captura"[24].

Com as devidas adaptações, pode-se aplicar a teoria da captura também aos Conselhos fiscais. Embora destinados a monitorar as decisões administrativas, em situações nas quais o controlador é majoritário, ele elege ou participa da administração e também escolhe os membros do Conselho Fiscal. Assim, os conselheiros fiscais acabam por não exercer devidamente seu papel, pois "capturados" pelo controlador.

Quando o Conselho Fiscal é, em sua grande maioria, eleito pelo controlador majoritário, naturalmente há perda de sua imparcialidade e "captura" pelo controlador. O órgão fiscalizador existirá para legitimar os atos do fiscalizado e não para estabelecer e balizar, sob o aspecto da legalidade, sua atuação.

Ao criar hipóteses de inelegibilidade, a Lei n. 6.404/76 procurou excluir do Conselho Fiscal pessoas ligadas ou subordinadas direta ou indiretamente à

---

[24] Em essência, o termo "captura" é usado para identificar situações nas quais um órgão regulador é, em sua composição, ocupado por pessoas voltadas para defender os interesses daqueles agentes que estão sujeitos ao poder regulador do órgão.

É, por exemplo, o caso de uma agência reguladora do setor de telefonia, na qual os seus principais dirigentes sejam escolhidos por direta interferência das companhias telefônicas.

Nesta hipótese, o órgão regulador passa a funcionar no interesse daquela pessoa ou grupo a quem deveria orientar e fiscalizar, perdendo sua razão de ser. Sobre o tema, há três trabalhos de fundamental referência: STIGLER. George J. *A Teoria da Regulação Econômica*; POSNER. Richard. A. *Teorias das Regulação Econômica* e PELTZMAN. S. A *Teoria Econômica da Regulação depois de uma década e desregulação*. A versão traduzida de todos pode ser encontrada em MATTOS. Paulo. (Coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. Editora 34. São Paulo. 2004. Veja também: BÓ. Ernesto Dal. Regulatory Capture: a review. *Oxford Review of Economic policy*. Vol. 22. n. 2. Oxford Univesity press. 2006. pg. 203 a 225.

administração da companhia. A independência do conselheiro também se completa, na forma da lei, com as regras da votação em separado para escolha de seus membros e com a possibilidade de atuação individual do conselheiro.

Assim, espera-se que o Conselho Fiscal tenha em sua composição o reflexo dos grupos de acionistas majoritários e minoritários, votantes ou não, fazendo com que se estabeleça um ambiente de atuação independente em relação ao controle da companhia[25].

Esta estratégia legal de minimização da "captura" do Conselho Fiscal não é, entretanto, suficiente para que se possa ter neste órgão o centro de monitoramento do processo decisório corporativo[26], o que leva à previsão de instrumentos externos de monitoramento, como os que se passa a abordar.

---

[25] É positivamente relevante a previsão legal das hipóteses de eleição em separado para determinados grupos de acionistas e também o reconhecimento da competência individual de atuação para os conselheiros fiscais, de modo a evitar ou minimizar o risco de "captura" ora abordada.

[26] Embora não expressamente referido na Lei n. 6.404/76, tem se tornado comum a criação estatutária do chamado "Comitê de Auditoria", órgão obrigatório para as companhias sujeitas às regras americanas de transparência (consolidadas pela denomina *Sarbanne Oxley Act*, ou simplesmente *SOX*), mas facultativo no regime jurídico nacional.

Embora muito semelhante ao Conselho Fiscal, o Comitê de Auditoria teria, em tese, uma função menos fiscalizadora e mais de aconselhamento, orientação e monitoramento dos administradores, de forma a prevenir – e não reprimir – ilegalidades na gestão empresarial.

"Órgão relevante de assessoramento ao conselho de administração, para auxiliá-lo no controle sobre a qualidade de demonstrações financeiras e controles internos, visando a confiabilidade e integridade das informações para proteger a organização e todas as partes interessadas". Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC). *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.* 5ª edição. Cópia eletrônica disponível em: *http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_baixa[1].pdf.*

3 – A fiscalização externa e os custos de agência no contexto das sociedades anônimas

Como já salientado, a lei acionária brasileira não restringe ao Conselho Fiscal o acesso às informações destinadas ao monitoramento da legalidade das decisões implementadas pelos administradores da companhia. Há também, paralelamente à fiscalização interna, a previsão de fiscalização externa, a ser cumprida por auditores independentes.

A sujeição dos atos dos administradores à fiscalização externa é obrigatória nas companhias abertas (art. 177, par. 3º da Lei da Lei n. 6.404/76) e facultativa para as companhias fechadas e demais sociedades, que a ela se submeterão caso assim previsto em seus atos constitutivos.

A fiscalização externa justifica-se por dois principais fundamentos: primeiro porque o Conselho Fiscal funciona apenas *interna corporis* e, neste sentido, pouca relevância e utilidade tem sua atuação em relação à terceiros interessados na companhia (os *stakeholders*); segundo porque o Conselho Fiscal pode, como apontado, muitas vezes ter comprometida sua necessária habilitação técnica ou independência em relação ao controlador e administradores, revelando-se, deste modo, muitas vezes insuficiente no exercício do monitoramento sobre os gestores do capital social[27].

A Instrução Normativa n. 308/1999 da Comissão de Valores Mobiliários – com alterações introduzidas pelas

---

[27] Segundo José Edwaldo Tavares Borba*, "mesmo com a possiblidade de participação dos minoritários, o conselho fiscal permanece desprestigiado, sendo frequente a adoção da regra do funcionamento não permanente"*. BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015. Pg. 421.

Instruções Normativas CVM ns. 509/2011 e 545/2014 – disciplina a atividade dos auditores independentes de companhias abertas, os quais estão sujeitos a prévio registro na própria CVM e são divididos em duas categorias, o Auditor Independente Pessoa Física (AIPF) e o Auditor Independente Pessoa Jurídica (AIPJ), o primeiro entendido como o profissional de nível superior em contabilidade e o segundo como a sociedade profissional da área, constituída sob a forma de sociedade civil (arts. 1º e 2º da Instrução CVM n. 308/1999).

A exigência de que as companhias abertas submetam suas atividades a auditoria externa lança novas luzes sobre os custos de agência e monitoramento uma vez que, com a publicação das conclusões destas auditorias externas, o acesso a tais informações é fraqueado a todo o mercado.

Permite-se, desta forma, o monitoramento direto do processo decisório na companhia – e de seus resultados - por terceiros nela interessados, mas alheios à sua estrutura organizacional, como empregados e credores, por exemplo.

Assim como o Conselho Fiscal pode ser instrumento de redução dos custos de agência entre controladores e não controladores, sócios e administradores, a divulgação do resultado das auditorias externas se apresenta como forma de reduzir o conflito externo de agência - entre a companhia e terceiros nela interessados - já que permite ao terceiro (*stakeholder*) saber se a companhia não está, por exemplo, expropriando seus interesses em favor dos sócios ao estabelecer, por exemplo, uma política de dividendos incompatível com a situação econômica da sociedade.[28]

---

[28] É nesse sentido o radical e ilustrativo exemplo de Fischer Black. "*There is no easier way for a company to escape the burden of a debt than to pay out all of its assets in the form of a dividend, and leave the creditors holding an empty shell.* BLACK. Fischer. The dividend puzzle. *The journal of portfolio*

Além disso, a auditoria externa obrigatória das companhias abertas dá aos acionistas minoritários o poder de conhecer o resultado econômico, financeiro e patrimonial das decisões do controlador, reduzindo também seus custos de monitoramento, além de possibilitar aos acionistas - controladores ou não – instrumento de fiscalização da atuação dos gestores. Reduzidos são, portanto, tanto os custos de agência internos quanto os externos da companhia.

Há, porém, duas significativas ponderações a serem feitas sobre a atuação das auditorias externas como instrumento de monitoramento do processo decisório nas companhias.

A primeira diz respeito aos custos de tais auditorias para a própria companhia e, indiretamente, para seus sócios. O dispêndio de dinheiro para o pagamento dos serviços de auditoria externo é significativo e somente se justifica se efetivamente resultar em maior eficiência no processo de monitoramento de decisões na companhia.

Por outro lado, a Instrução. CVM n. 308/1999 é expressa ao estabelecer, em seu art. 23, que auditores independentes não podem, como se verifica também no Conselho Fiscal, adentrar à análise de conveniência ou oportunidade dos atos dos administradores da companhia, devendo, ao contrário, restringir sua análise aos dados contábeis da sociedade e sua adequação às normas pertinentes (art. 25).

Portanto, o monitoramento do processo decisório, sob o prisma de sua conveniência e oportunidade, não é eficientemente implementado nem com a atuação do Conselho Fiscal, nem com a exigência de auditoria externa nas companhias, já que ambos os mecanismos de

---

management. Winter'. 1976. Pg. 9. Cópia eletrônica disponível em http://web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf.

fiscalização não têm competência para monitorar as decisões corporativas sob estes aspectos.

4 – Os padrões normativos de transparência dos negócios da companhia e seus reflexos sobre os conflitos de agência

O termo *disclosure* está relacionado, em Direito Societário, à divulgação ampla de qualquer ato ou negócio praticado pela companhia e que possa influir sobre o direito ou interesse juridicamente protegido de alguém que não tenha participado do processo de formação, ratificação ou implementação daquele ato ou negócio.

Desta forma, qualquer decisão implementada pela companhia deve ser divulgada se, direta ou indiretamente, refletir sobre o interesse de terceiros, desde que tal interesse seja, na hipótese, objeto de tutela normativa. Assim se, por exemplo, uma decisão da companhia reflete, ainda que potencialmente, sobre o direito de seus credores, esta deve ser divulgada para que estes últimos possam, diante desta informação, decidir como se conduzir[29].

A transparência dos negócios praticados pela companhia (*disclosure*) pode ainda ser corretamente relacionada à redução dos custos do processo de monitoramento de decisões e respectivos conflitos de agência.

Com os padrões normativos de transparência, o objetivo é publicizar informações sobre o processo de

[29] *"A partir do momento em que o mercado tem acesso à realidade e às informações fidedignas de uma determinada sociedade, há uma minoração dos riscos envolvidos para se investir nela. Assim, o acesso às informações é importante para conferir credibilidade e permitir que os agentes possam fazer escolhas racionais".* CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. O papel e o dever da CVM na fiscalização das informações prestadas por companhias abertas de economia mista. (In:) CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord:) *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Estudos em Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima.* Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011. Pg. 108.

formação, ratificação e implementação de decisões na companhia, de forma a permitir tanto aos sócios quanto a terceiros interessados a avaliação de tais atos não apenas sob o espectro da legalidade, mas também da conveniência e oportunidade dos mesmos.

A assimetria informacional entre a companhia e terceiros nela interessados – conflito externo de agência – é reduzida pela publicização das decisões implementadas pela sociedade, as quais poderão ser analisadas não apenas sob o aspecto de sua legalidade – como o fazem o Conselho Fiscal e a auditoria externa – mas também sob o aspecto de sua conveniência e oportunidade para o interesse dos terceiros interessados na decisão implementada[30].

As regras sobre transparência das companhias podem ser divididas em duas grandes modalidades: a voluntária (*voluntary disclosure*) e a obrigatória (*mandatory disclosure*), conforme sejam decorrentes de previsão estatutária ou deliberação da Assembleia Geral de Acionistas (voluntária) ou de exigência normativa expressa (obrigatória)[31].

Dentro deste contexto, tem-se novamente que o direito brasileiro adota solução intermediária entre os dois sistemas ao estabelecer, como regra, a transparência obrigatória para as companhias abertas e a transparência voluntária para as companhias fechadas e demais modelos societários[32]

---

30 LEUZ. Christian. VERRECCHIA. Robert. E. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. Cópia eletrônica disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=171975.

31 Tal sistematização da matéria é, com algumas peculiaridades que não chegam a invalidar a conclusão, a regra em países de fortes mercados de valores mobiliários, como os EUA, Alemanha e Reino Unido. CAHN. Andreas. DONALD. David C. *Comparative Company Law*. Cambridge University Press. 2010. Pg. 513 e segs.

32 Pode-se mesmo afirmar que a completa transparência é uma exigência legal para as companhias abertas e uma faculdade para as

A referência normativa fundamental sobre os padrões de transparência obrigatória impostos às companhias brasileiras está positivada no art. 157 da Lei n. 6.404/76 e na Instrução Normativa n. 358 da Comissão de Valores Mobiliários, cujo artigo 2º exige que as companhias abertas divulguem aquilo que chama e define como "ato ou fato relevante"[33].

Embora a regra da transparência obrigatória prevaleça para as companhias abertas, resta lembrar que, no contexto do atual mercado acionário brasileiro, há níveis diferentes de transparência obrigatória para os atos das companhias abertas.

Tais padrões de transparência são estabelecidos como requisito de admissão das ações da companhia à negociação no chamado Novo Mercado da BM&F BOVESPA, em seus diferentes níveis. Quanto mais a companhia avança nos diferentes níveis deste Novo Mercado, mais se tornam rígidas e detalhadas as regras de transparência de suas atividades e deliberações.

Assim, a obrigatoriedade da transparência existe para as companhias abertas mas há, mesmo aqui, certo grau de voluntariedade, na medida em que é a companhia que

---

companhias fechadas e demais modelos societários, estando aí uma das significativas diferenças no regime jurídico de uma e outras.

[33] Instrução 358/2002 CVM, Art. 2º: *Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados*.

decide qual o nível de transparência que vai oferecer ao mercado[34].

Por outro lado, nenhum destes níveis de transparência obrigatória é, quanto à sua amplitude, absoluto, pois há hipóteses (art. 157 da Lei n. 6.404/76) em que a própria legislação prevê o poder/dever de sigilo, além de outras em que a comunicação basta ser feita a determinada entidade reguladora, como o Banco Central ou a própria Comissão de Valores Mobiliários.

Assim, a transparência obrigatória legalmente imposta às companhias abertas – consistente na divulgação de informações relevantes – vem para, ao menos em princípio, preencher uma das lacunas deixada pelas outras formas de monitoramento do processo decisório, já que permite ao mercado e aos acionistas tomar conhecimento amplo dos atos do controlador e administradores e avaliá-los não apenas sob o aspecto da legalidade, mas também sob o prisma de sua conveniência e oportunidade.

Por outro lado, a simples divulgação ampla e irrestrita de informações legalmente consideradas relevantes muitas vezes não se mostra suficiente como mecanismo de transparência, pois também neste caso há que se considerar os custos nos quais incorre o investidor para dissecar e extrair a essência das informações divulgadas.

O que se pretende salientar é que não basta simplesmente presumir que, por ter acesso a uma quantidade imensa de informações sobre o funcionamento da companhia, o potencial investidor terá, com isso, reduzida sua assimetria informacional.

---

34 *"O Novo Mercado é um segmento de listagem de títulos na Bolsa destinado à negociação de ações emitidas por empresas que se comprometem, voluntariamente, com a adoção de boas práticas de governança corporativa e* disclosure *adicional, em relação ao que é normalmente exigido pela legislação"*. FORTUNA. Eduardo. *Mercado Financeiro*. 19ª edição. Ed. Qualitymark. Rio de Janeiro. 2014. Pg. 645.

Esta redução efetivamente depende de uma correta análise e interpretação das informações disponíveis, o que certamente exige custos inerentes à obtenção das ferramentas técnicas capazes de dissecar tais dados.

Assim, aquele investidor que, por formação ou contratação, disponha de recursos técnicos para refinar a informação que lhe é divulgada pelo mercado certamente estará em vantagem competitiva sobre os demais.

Ressalte-se, porém, que esta vantagem competitiva é, ao contrário de outros casos de assimetria informacional – como o *insider trading* – lícita. O investidor que arca com os custos de interpretação das informações divulgadas pela companhia deve também, por consequência, internalizar os ganhos, os quais consistirão na capacidade de fazer, ao menos em tese, investimentos de melhor qualidade.

5 – Os custos e benefícios da transparência compulsória nas companhias brasileiras: uma análise sob as perspectivas micro e macroeconômica

Os custos e benefícios decorrentes da transparência obrigatória exigida das companhias abertas brasileiras podem ser analisados tanto sob uma perspectiva "microeconômica" – centrada na própria companhia – quanto sob o ponto de vista "macroeconômico", que remete ao mercado de valores mobiliários como um todo.[35]

---

[35] LEUZ. Christian. WYSOCKI. Peter. *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research.* Disponível em: http://ssrn.com/abstract=1105398. *Site* consultado em 24/08/2012. BUSHMAN. Robert. M. SMITH. Abbie J. *Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance.* Economic Policy Review. N. 65. 2003. Cópia eletrônica disponível em: http://www.newyorkfed.org/research/epr/03v09n1/0304bush.pdf.*Site* consultado em 14/11/2105.

Para a companhia – perspectiva microeconômica - a transparência obrigatória implica em redução da assimetria informacional existente entre o potencial investidor e o objeto do investimento, este último representado pelos valores mobiliários por ela emitidos em mercado primário[36].

Assim, a divulgação ampla das "informações relevantes" permite ao investidor mensurar, com menor custo, a qualidade das operações da companhia, seu valor no mercado e também, claro, o valor de suas ações.

Este efeito da transparência obrigatória é, para a companhia, positivo, pois permite que o investidor conheça e avalie, com menor custo, o processo de formação, ratificação e implementação de decisões e possa, em consequência, direcionar seus investimentos para os valores mobiliários melhor avaliados. A transparência obrigatória é, portanto, elemento de redução do custo do capital e de atração de novos sócios para a companhia que a realiza.

A transparência obrigatória, ao expor de forma efetiva o processo decisório e as atividades da companhia, deixa-a mais exposta ao mercado e provoca maior potencial de atração de investidores, na medida em que seus resultados forem economicamente interessantes[37].

---

[36] LEUZ. Christian. SCHRAND. Catherine. *Disclosure and the cost of capital: evidence from firm's responses to the Enron shock*. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w14897. *Site* consultado em 12/04/2014.

[37] O grau de transparência do processo decisório e o valor de mercado da companhia são diretamente proporcionais, ou seja: quanto maior for a qualidade e quantidade de informações divulgadas pela companhia, maior será a sua credibilidade no mercado e, por consequência, maior valorização terão seus valores mobiliários. É o que aponta estudo específico sobre o tema, efetuado no contexto das companhias latino-americanas. (SILVA. Wesley Mendes da. ALVES. Luiz Alberto de Lira. *The voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in companies across Latin America*. Disponível em: http://ssrn.com. 493805. *Site* consultado em 23/04/2015).

A transparência obrigatória funciona também como elemento de redução da assimetria informacional entre o acionista minoritário e o controlador da companhia pois permite obter, a menor custo, informação sobre a legalidade, conveniência e oportunidade das decisões implementadas.

Sob o aspecto dos custos microeconômicos da transparência obrigatória, o primeiro e mais evidente deles diz respeito à necessidade de manutenção e pagamento dos profissionais habilitados a fornecer tais informações ao mercado.

Como qualquer relação econômica, o grau de transparência obrigatória aplicado a uma companhia aberta também tem um "ponto ótimo" ou "ponto de equilíbrio". No caso, este ponto de equilíbrio precisa conciliar a necessidade de ampla informação ao mercado e aos acionistas com a preocupação em se evitar custos desnecessários com a produção destas informações e sua disponibilização[38].

Outra ordem de custos que a companhia sujeita à transparência obrigatória precisa suportar refere-se à possibilidade de uso das informações divulgadas não apenas pelos sócios – atuais ou potenciais - mas por concorrentes, agências reguladoras, sindicatos de empregados e autoridades fiscais. A obediência às regras de transparência converte-se então em exposição da companhia a ataques de concorrentes ou demandas de diversas naturezas.

Apesar disso, não se pode simplificar o tema, considerando que apenas o grau de transparência é suficiente para aumentar o valor de mercado de uma companhia.

[38] Isso significa que um aumento na rigidez das regras de transparência obrigatória só se justifica se o custo marginal imposto por esse aumento no grau de transparência obrigatória for inferior ao ganho marginal - para a companhia e/ou para o mercado - em termos de redução de assimetria informacional.

A redução desta externalidade negativa se dá através de normas que estabeleçam a chamada transparência recíproca (*reciprocal disclosure*), de forma a obrigar que todas as companhias em situações similares se submetam ao mesmo nível de abertura de suas informações[39].

A regra da transparência obrigatória das companhias abertas é, sob uma perspectiva econômica, grande geradora de externalidades positivas e negativas, na medida que seus custos e benefícios extrapolam os agentes econômicos nela diretamente envolvidos.

Isso significa que os custos e benefícios econômicos das regras de transparência obrigatória do processo decisório das companhias abertas não estão exclusivamente concentrados na pessoa jurídica que a estas regras se submete ou em seus sócios e administradores.

Se parte dos custos e benefícios das regras de transparência obrigatória são absorvidos não pela companhia, seus sócios ou administradores, mas pelo mercado, é possível fazer-se uma análise que se pode chamar de "macroeconômica" destas regras de transparência, ao focar-se em tais externalidades.

Uma primeira externalidade positiva gerada pela regra da transparência obrigatória das companhias abertas está novamente em torno da redução de assimetria informacional, mas agora no que tange às operações em mercado secundário.

Com as regras de transparência obrigatória, o investidor tem acesso mais fácil e barato a informações relevantes sobre as atividades das companhias objeto de investimento. Isto torna as negociações em mercado secundário mais eficientes, pois o custo de obtenção destas

---

[39] EASTERNBROOK. Frank H. FISCHEL. Daniel R. The corporate contract. (in:) BEBCHUK. Lucien Arye. (Coord) *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press. NYC. 2005. Pg. 203.

informações não será embutido no preço de negociação das ações.

Tal conclusão decorre também da premissa de que o investidor com poucas informações sobre a companhia tende ou a embutir no preço de negociação o risco dessa assimetria de informações ou a negociar menos no mercado acionário, comprometendo a liquidez dos papéis.

Assim, a transparência ampla de informações sobre os processos de formação, implementação e monitoramento de decisões permite formação mais adequada do preço dos valores mobiliários no mercado acionário, além de funcionar como fator de incentivo ao investimento em tais documentos.

Além disso, as regras de transparência obrigatória permitem mais eficiência na seleção entre "bons" e "maus" investimentos ao reduzir, para o investidor, o preço da comparação entre as atividades de diferentes companhias, sejam elas concorrentes ou não.

Esta redução no custo de comparação entre os valores mobiliários de várias companhias naturalmente direciona os investidores para as mais eficientes e estabelece, entre elas, uma espécie de "concorrência" pela qualidade das informações e atração de investidores.

Outra externalidade positiva decorrente das regras de transparência obrigatória está no fato de que as demais companhias, em especial as concorrentes, podem usam as informações divulgadas para tomar suas próprias decisões, sejam estas últimas acerca de suas atividades ou sobre a concorrente divulgadora da informação.

Mesmo companhias que não sejam concorrentes daquela realizadora da divulgação de informações podem aproveitar-se desta transparência para, por exemplo, alinhar seu próprio modelo decisório ou produtivo em questões referentes a regras internas de governança, tecnologia ou organização dos fatores de produção.

Uma externalidade negativa decorrente da transparência obrigatória está no fato de que os custos de cumprimento destas normas funcionam como inibidores ou barreiras de entrada de novas companhias no mercado de valores mobiliários.

Com rígidas exigências de transparência obrigatória, muitas companhias acabam por optar em permanecer alheias à captação pública de capital, o que reduz o número de opções para o investidor e limita suas escolhas e boas opções de investimento.

CAPÍTULO XIII

Relações e estruturas jurídicas entre duas ou mais sociedades: parcerias e concentração empresarial

1 - Origem e conceituação das parcerias empresariais ou *Joint Ventures*

A maior parte dos institutos que compõem o Direito Empresarial resulta não de criações legislativas, elaboradas a partir de estudos teóricos, mas de práticas reiteradamente adotadas pelos agentes da atividade econômica.

O Direito Comercial/Empresarial e seus principais elementos são de origem consuetudinária, surgindo e se desenvolvendo eminentemente a partir de usos e costumes, inicialmente adotados pelos antigos comerciantes e posteriormente normatizados.

A evolução histórica das *Joint Ventures* não é exceção a esta regra. Como típico instituto mercantil, também elas são resultado de práticas que, de forma gradual e crescente, vêm recebendo regulamentação específica.[1]

Muito em virtude de sua origem essencialmente consuetudinária, a operação de *Joint Venture* – ou parceria

[1] BAPTISTA. Luiz O e DURAND-BARTHEZ. Pascal. *Les associations d'enterprises (joint ventures) dans le commerce international*. 24 ëme édition, FEC, 1991. GARCEZ. José Maria Rossani. *Curso de Direito Internacional Privado*. 1ª edição. Ed. Revista Forense. Rio de Janeiro. 1999. Pg. 214.

empresarial – acaba por ter, entre a doutrina, significado bastante amplo, o que permite sua classificação segundo diferentes critérios.[2]

Há, entretanto, certos aspectos que, com segurança, pode-se afirmar sejam inerentes à caracterização da relação de parceria empresarial. São eles: a mútua integração de recursos patrimoniais ou esforços, a intenção de empreender uma mesma atividade em conjunto e, por óbvio, a existência de dois ou mais agentes econômicos[3] juridicamente independentes.

Joint Venture é portanto, todo vínculo jurídico estabelecido entre dois ou mais agentes econômicos com o objetivo de, mediante a combinação de esforços e de recursos financeiros, realizar uma determinada atividade, negócio ou empreendimento comum (empresa). Em síntese, são parcerias empresariais, termo que, aliás, passa-se a empregar.

---

[2] Maristela Basso considera que "Joint Venture *corresponde a uma forma ou método de cooperação entre empresas independentes, denominado em outros países de sociedade de sociedades, filial comum, associação de empresas, etc."* (BASSO. Maristela. *Joint Ventures - Manual Prático das Associações empresariais*. Livraria do Advogado Editora. Porto Alegre. 1998. Pg. 41).

[3] O termo "agentes econômicos" abarca tanto empresários individuais quanto as sociedades empresárias, simples ou mesmo outras pessoas jurídicas de direito privado – como fundações e associações – e de Direito Público. Isto porque, em princípio, todas estas modalidades de sujeitos de direito estão aptos a participar de parcerias empresariais.

Entidades "sem finalidades lucrativas" – ou seja, que não podem distribuir os lucros advindos de suas operações – e aquelas reguladas pelo Direito Público estão, claro, sujeitas a tutelas e restrições, o que, entretanto, não lhes veda a opção de atuar por meio dos instrumentos jurídicos ora analisados.

O mesmo se pode dizer de alguns entes despersonificados, como os fundos de investimento, que também desempenham papel importante em certas estruturas jurídicas de parcerias empresariais.

2 - Espécies

No direito brasileiro, os agentes econômicos que pretendam se unir para realizar em conjunto determinada atividade encontrarão três instrumentos jurídicos para fazê-lo, quais sejam: a sociedade personificada, o contrato típico ou, por fim, um acordo de vontades atípico, no qual poderão os contratantes fixar, dentro de determinados requisitos e consequências, seus termos de execução e efeitos.[4]

Quando os interessados em realizar o empreendimento comum se valem de uma sociedade personificada para efetivar este vínculo, há a criação de uma *Joint Venture* ou parceria empresarial denominada corporativa, personalizada ou personificada.

Por outro lado, quando os partícipes se vinculam por meio de um contrato - típico ou não - também haverá agrupamento de esforços e recursos para a consecução da atividade comum, ou seja, há a constituição de uma *joint venture* ou parceria empresarial, que, nesta hipótese, é chamada de contratual, despersonificada ou despersonalizada.

Deste modo, sempre que dois ou mais agentes econômicos acordam e disciplinam mútua associação de capitais e recursos com o objetivo de realizar um projeto ou

---

[4] José Augusto Q. L. Engrácia Antunes aborda a questão assinalando que o assunto sofre similar tratamento na generalidade dos ordenamentos: *"O termo joint-venture generalizou-se na prática internacional dos negócios para designar um amplíssimo sector de acordos comerciais entre empresas, vocacionados à realização das mais variadas formas de colaboração e inter-relação econômica. Tais acordos podem possuir uma natureza puramente contratual ('unincorporated joint venture', 'contrato de consórcio') ou dar inversamente origem à criação de um novo ente societário ('incorporated joint venture').* ANTUNES. José Augusto Q. L. Engrácia. *Os Grupos de Sociedades - Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Livraria Almedina. Coimbra. 1993. Pg. 71.

atividade comum haverá *Joint Venture* ou parceria empresarial.

Se o instrumento jurídico escolhido pelas partes for a criação de uma sociedade personificada, haverá uma *joint venture* ou parceria empresarial dita personalizada ou personificada.

Quando o instrumento jurídico adotado for um contrato tipificado em lei, haverá uma *joint venture* despersonalizada típica ou, como se prefere, um contrato de parceria empresarial típico.

Por fim, se o instrumento jurídico escolhido pelas partes for um contrato atípico - no qual os contratantes terão liberdade para fixar as cláusulas dele integrantes – estar-se-á diante de um contrato de parceria empresarial atípico.

Nos três casos estão presentes os elementos característicos da *joint venture* ou parceria empresarial, a saber: combinação de esforços ou recursos e objetivo comum. Só se altera o instrumento do qual os contratantes se valem para se associar e, via de consequência, o regime jurídico desta relação.

Se a espécie de vínculo jurídico adotado for a criação de uma sociedade personificada, obviamente esta relação se subordinará ao regime do tipo societário escolhido.

Quando o meio de vinculação empregado for um contrato de parceria empresarial típico, por sua vez, a *joint venture* constituída se sujeitará ao regime jurídico próprio deste contrato.

Por fim, se o vínculo entre os participantes da atividade comum se operar por meio de um contrato de parceria empresarial atípico, as partes terão ampla liberdade para disciplinar sua forma de execução e efeitos, estando, porém, sujeitas a obedecer aos requisitos para a validade dos atos jurídicos em geral (art. 104 do Código Civil).

Portanto, nas parcerias empresariais efetuadas por meio de sociedades personificadas ou de contratos típicos, tem-se que a própria legislação se encarrega de expressamente disciplinar a forma e os efeitos do vínculo firmado.

Os contratos de parceria empresarial atípicos são, a seu turno, desprovidos de regime legal expresso e específico. Advêm da criatividade e das necessidades dos agentes econômicos, as quais não são inteiramente supridas pelas formas típicas ou personalizadas de parcerias empresariais.

O direito brasileiro confere tipicidade a determinadas espécies de *Joint Ventures* - como os consórcios e os grupos de direito, ambos regulados pela Lei n. 6.404/76 - ao mesmo tempo que deixa à liberdade contratual dos agentes econômicos o poder de criar - obedecidos os requisitos gerais de validade dos atos jurídicos - outras formas similares de relacionamento[5].

3 – Contratos de parceria empresarial típicos: Os grupos de sociedades na Lei n. 6.404/76

Os grupos de sociedades podem ser classificados segundo dois critérios principais que os dividem, por um lado, em grupos "de fato" ou "de direito" e, por outro, em grupos de subordinação ou de coordenação.

São Grupos "de direito" aqueles que têm sua constituição formalizada segundo os artigos 265 e seguintes da Lei n. 6.404/76, os quais passam também a reger as

[5] Os contratos de parceria empresarial atípicos são, em sua essência, contratos de sociedade e, dada a inexistência de tipificação ou personificação, devem ser considerados modalidades de sociedades em comum (art. 986 a 990 do Código Civil). Sobre o tema: PIMENTA. Eduardo Goulart. *Contratos de Parceria Empresarial*. Ed. Juarez de Oliveira. São Paulo. 2005.

relações entre as sociedades participantes do grupo e deste com terceiros em geral.

Os grupos "de fato", por sua vez, abdicam da tipificação, nos termos disciplinados pela Lei n. 6.404/76, e optam por permanecer sob o manto de uma relação contratual atípica entre as sociedades dele integrantes. Os grupos "de fato" são, portanto, exemplos de contratos de parceria empresarial atípicos.

Tem-se, desta forma, que a distinção entre estas duas modalidades de grupos de sociedades está baseada na utilização ou não do regime jurídico disciplinado na Lei n. 6.404/76. Os grupos "de direito" são formalizados segundo tal regime, ao contrário dos grupos "de fato". Em ambas as modalidades a relação entre as sociedades participantes é, materialmente, muito próxima. O que varia é a adoção ou não da forma típica prevista na Lei n. 6.404/76.

Já os grupos denominados "de subordinação" são aqueles nos quais uma ou mais entre as participantes detém, sobre as outras, o poder de controle societário. Assim, nesta modalidade há uma sociedade – a sociedade de comando – que é controladora das outras participantes, as quais são denominadas "sociedades filiadas".

Os grupos "de coordenação" são, ao contrário e por exclusão, aqueles em que não há relação de controle societário entre as sociedades participantes. Nos grupos de coordenação inexiste a sociedade de comando.[6]

---

[6] *"Dizem-se grupos de subordinação (ou grupos verticais) aqueles em que as várias sociedades agrupadas se encontram entre si numa relação hierárquica de dependência: aqui a direcção económica unitária coexiste com a simultânea situação de interdependência das sociedades. Inversamente, os grupos de coordenação (também chamados paritários ou horizontais) são aqueles nos quais as várias sociedades agrupadas, encontrando-se embora submetidas a uma direcção económica unitária, se conservam umas independentes das outras."* ANTUNES. José Augusto Q. L. Engrácia. *Os Grupos de Sociedades...* Ob. Cit. Pg. 53.

Classificar um grupo como "de fato" ou "de direito" e "de subordinação" ou "coordenação" é, portanto, enquadrá-lo em dois diferentes critérios, os quais são, como se pode perceber, complementares.

Por assumir forma atípica, os grupos "de fato" podem ou não ser constituídos a partir de uma relação de controle entre as participantes. Deste modo, os grupos "de fato" podem ser, sob o outro critério, enquadrados como "de subordinação" ou "coordenação". O mesmo não ocorre, como se demonstrará, no caso dos grupos "de direito" tipificados na Lei n. 6.404/76.

4 – Os Grupos de direito na Lei n. 6.404/76

O empreendimento ou atividade a ser implementada pelas sociedades que constituem um Grupo "de direito" pode ser, nos termos do art. 265 *caput* da Lei n. 6.404/76, a combinação de esforços e recursos para a realização dos respectivos objetos ou a participação em atividades ou empreendimentos comuns.

A formação do Grupo "de direito" é, no primeiro dos casos acima, instrumento para que as sociedades dele integrantes potencializem a realização da atividade econômica que constitui o objeto social de cada uma delas.

Não há uma atividade comum e sim uma mútua integração e negociação para permitir que cada uma das filiadas e a sociedade de comando possam melhor realizar seus próprios e respectivos objetos. É, por exemplo, o caso em que as sociedades participantes do grupo são integrantes da mesma cadeia produtiva e, por isso, são respectivamente fornecedoras e clientes umas das outras.

Diferente é o grupo de sociedades no qual as integrantes se propõem a participar, em conjunto, de atividades ou empreendimento. Aqui se apresenta, com clareza, a verdadeira "sociedade entre sociedades", já que as participantes do grupo vão - de forma análoga ao que

ocorre com os sócios de uma sociedade - se obrigar a combinar seus esforços e recursos para o desenvolvimento desta atividade ou empreendimento comum.

As sociedades filiadas e a sociedade de comando passam, a partir da constituição do Grupo, a se dedicar ao objeto social previsto contratual ou estatutariamente para cada uma delas e, além disso, paralelamente voltam seus esforços e patrimônios também para o empreendimento ou atividade que irão exercer junto com as demais sociedades componentes do Grupo.

Segundo o texto do art. 265, §. 1º da Lei 6. 404/76, nos Grupos "de direito" a sociedade de comando deve exercer, direta ou indiretamente - e de modo permanente - o controle sobre as sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou mediante acordo com outros sócios.

Portanto, nos Grupos "de direito" o regime da Lei n. 6.404/76 exige que a sociedade de comando seja controladora das sociedades filiadas. Os grupos "de direito" são, deste modo, necessariamente grupos "de subordinação". [7]

O mesmo art. 265 § 1º exige ainda que, em um Grupo "de direito", a sociedade de comando seja brasileira, matéria pormenorizada no par. único do art. 269 da mesma Lei n. 6.404/76.

Segundo esta norma, o grupo de sociedades considera-se sob controle brasileiro se a sua sociedade de comando é controlada por pessoas naturais residentes ou domiciliadas no Brasil, por pessoas jurídicas de direito público interno ou por sociedade ou sociedades que estejam - diretamente ou não - sob o controle das pessoas referidas nas duas hipóteses anteriores.

---

[7] O citado dispositivo legal exige que a sociedade de comando seja, em relação às filiadas, "titular de direitos de sócio ou acionista", o que exclui as hipóteses de controle sem a participação no capital da sociedade controlada - o chamado "controle externo".

Ocorre, porém, que a disciplina legal do tema não se esgota aí, pois o art. 60 da antiga Lei das Sociedades Anônimas - Dec. Lei 2. 627/40, mantido em vigor, nesta parte, pelo art. 300 da Lei n. 6. 404/76 - e o art. 1. 126 do Código Civil brasileiro caracterizam como nacionais as sociedades organizadas em conformidade com a lei brasileira e que tenham no país a sede de sua administração.

Portanto, a sociedade de comando em um Grupo "de direito" deve cumulativamente atender tanto aos requisitos do art. 1.126 do Código Civil quanto aqueles estipulados pelo art. 269 da Lei n. 6.404/76[8].

Cada sociedade integrante de um Grupo "de direito" é uma pessoa jurídica autônoma. Porém, o grupo por elas constituído não adquire tal configuração, ou seja, o Grupo "de direito" não é uma pessoa jurídica diferente e autônoma em relação às sociedades dele integrantes.

Consequência desta regra é que o patrimônio e as obrigações de cada uma das sociedades pertencentes ao Grupo permanecem separados. Não há bens, créditos ou débitos do Grupo de Sociedades, e sim de cada uma de suas integrantes.[9]

---

[8] *"Determina o § 1º da norma ora em estudo* [art. 265 da Lei n. 6. 404/76]*, combinado com o inciso VII e parágrafo único do art. 269, que a sociedade controladora das sociedades integrantes do grupo deve ser brasileira. Ademais, a sociedade controladora deve ter como controladores acionistas residentes no país (pessoas físicas) ou sociedades que, por sua vez, sejam também controladas por residentes. Desse modo, a exigência de nacionalidade brasileira da controladora é fundada no regime de registro e de sede no Brasil. E, quanto aos seus controladores, prevalece o regime do domicílio das pessoas físicas, que diretamente ou através de outras sociedades, a controlam, e não de nacionalidade. Basta assim, que a companhia controladora seja constituída segundo as normas das leis brasileiras e tenha a sua sede e administração no País. Aplica-se à hipótese o art. 60 do Decreto-Lei 2. 627, de 1940, que vige por força do art. 300 da Lei n. 6. 404, de 1976. Ademais, o § 1º reafirma o conceito de controle constante no art. 116."* CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Vol. IV. Tomo II.* Ed. Saraiva. São Paulo. 1998. P. 271.

[9] MARTINS. Fran. *Comentários...Vol. III*. Ob. Cit. P. 432.

Se é pacífico que as sociedades de um Grupo "de direito" mantêm apartados seus respectivos patrimônios, o mesmo nem sempre ocorrerá em relação à responsabilidade pelos danos que as operações comuns possam ocasionar. É mesmo possível que todas as sociedades integrantes do Grupo venham a responder solidariamente pelos prejuízos advindos de operações praticadas no interesse do conjunto.

A constituição de um Grupo "de direito" se faz mediante um documento denominado Convenção Grupal – ou Convenção de Grupo - e também pelo atendimento aos diversos requisitos legais aqui tratados. Além disso, esta Convenção deverá ser arquivada no Órgão Público de Registro de Empresas Mercantis (Junta Comercial), o que lhe confere publicidade.

Assim, a Convenção de Grupo pode – e deve – estipular as regras quanto à responsabilidade patrimonial de cada uma das sociedades integrantes pelos eventuais prejuízos ocasionados a terceiros em virtude das atividades conjuntas.

Estas regras da Convenção de Grupo são oponíveis a terceiros, tendo em vista a tipificação legal sobre a validade desta cláusula e também a previsão de sua publicação por meio de arquivamento na Junta Comercial, o lhe confere publicidade e oponibilidade.[10]

---

[10] *"Não se referiu a lei à responsabilidade que a sociedade de comando ou as sociedades filiadas possam ter por prejuízos causados a terceiros em virtude de operação que interesse ao grupo. Na realidade, a lei dá a cada sociedade, seja à de comando seja às filiadas, uma responsabilidade própria pelos atos praticados pelas mesmas como pessoas jurídicas independentes que são. Uma solidariedade pela reparação dos prejuízos decorrentes de atos realizados pelas sociedades participantes do grupo será admissível, nos termos da lei, apenas por via contratual, isto é, se a convenção do grupo declarar que existe tal solidariedade, dentro da faculdade que tem de determinar 'as condições de participação das diversas sociedades', conforme estatui o item III do art. 269, tratando dos requisitos da convenção de grupo."* MARTINS. Fran. *Comentários ...Vol. III*. Ob. Cit. P. 437/438.

Vale, portanto, o que a Convenção de Grupo dispuser a respeito da responsabilidade das sociedades integrantes pela indenização aos prejuízos causados a terceiros. Se houver previsão de solidariedade passiva, a mesma poderá ser invocada por quem quer que seja. Havendo disciplina diversa, também ela será oponível a terceiros, uma vez que, repita-se, é cláusula tipificada em lei e dotada de publicidade.

Se a Convenção de Grupo for omissa a respeito do tema, a solidariedade passiva entre as sociedades dele integrantes será cabível, com base no art. 942 do Código Civil, se o ato ou negócio jurídico for praticado no interesse e de acordo com a Convenção do Grupo.

Nesta hipótese, todas as sociedades participantes do Grupo devem ser consideradas autoras de tal ato ou negócio e, em caso de prejuízo a terceiros, responder solidariamente pela reparação se, como salientado, inexistente disposição sobre o tema na Convenção Grupal[11].

Por outro lado, é necessário também cogitar sobre a possibilidade de prejuízos que um ou mais atos praticados no interesse do Grupo possam causar a alguma das sociedades dele componentes. Fala-se aqui da hipótese na qual a participação no Grupo venha a acarretar danos a uma ou mais das sociedades que dele faça parte.

A legislação não oferece, ao menos expressamente, qualquer solução para o problema, mas é preciso recordar que, nos Grupos "de direito", o controle sobre as

[11] Há na doutrina o entendimento de que a solidariedade passiva entre as sociedades integrantes de um Grupo "de direito" decorre diretamente do citado artigo do Código Civil, independente do que disponha a Convenção de Grupo. Neste sentido veja-se, por exemplo: TEIXEIRA. Egberto Lacerda e GUERREIRO. Luis Alexandre Tavares. *Das sociedades Anônimas no Direito Brasileiro. Vol. II*. Ed. J. Bushatsky. São Paulo. 1979. p. 776.

sociedades filiadas é exercido, direta ou indiretamente, pela sociedade de comando.

É, portanto, claro que a decisão sobre a adesão à Convenção de Grupo fica atrelada não à vontade dos acionistas minoritários das sociedades filiadas, mas ao controlador destas, que, como se vê, é a sociedade de comando do Grupo.

Desta forma, se a sociedade de comando aprova uma Convenção de Grupo lesiva aos interesses de uma ou mais entre as sociedades filiadas, estará ela agindo com abuso de controle, o que lhe acarreta responsabilização nas formas e termos dos art. 116 e 117 da Lei n. 6. 404/76[12].

Ainda no plano dos prejuízos que as operações do grupo possam causar – e da responsabilidade pela indenização dos mesmos - há a discussão sobre os chamados sócios "minoritários externos".

José Miguel Embid Irujo escreveu, em 1987, monografia sobre o tema[13], que acabou por despertar a atenção da doutrina nacional, em especial de Philomeno José da Costa[14] e Osmar Brina Corrêa-Lima[15].

O acionista - ou melhor, o sócio - minoritário externo pode ser conceituado, nos Grupos "de direito", como o sócio minoritário das sociedades filiadas, que, como se sabe, estão em posição de subordinação (controle) perante a sociedade de comando.

---

[12] O art. 117, alínea c, da Lei do anonimato elenca, como modalidade de abuso de poder por parte do acionista controlador, o ato de adotar decisão que não tenha por fim o interesse da companhia.

[13] IRUJO. José Miguel Embid. *Grupos de Sociedades y Acionistas Minoritários (La tutela de la Minoria en Situaciones de Dependencia Societária y Grupo)*. E. Ministerio de la Justicia. Madrid. 1987.

[14] COSTA. Philomeno José da. *Revista de Direito Mercantil. Vol. 78*. São Paulo. Abril/junho 1990.

[15] CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *O Acionista Minoritário no Direito Brasileiro*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1995. Pgs. 125 e segs.

Embora seja inegável a situação de inferioridade na qual se encontram estes sócios, não contam eles com tutela legal específica, o que deixa o assunto sem uma solução satisfatória.[16]

Dentre os aspectos anteriormente analisados, quatro deles podem estar - e quase sempre estarão - presentes tanto nos Grupos "de fato" quanto nos "de direito".

As considerações feitas sobre o objeto do grupo, a nacionalidade da sociedade de comando, o controle sobre as sociedades filiadas e a manutenção da personalidade jurídica das integrantes se aplicam a ambos os tipos, havendo apenas a necessidade de lembrar que, em relação aos Grupos de fato, não há obrigatoriedade no preenchimento de tais requisitos, contrariamente ao que ocorre em relação aos Grupos de direito.

Portanto, a distinção entre estas duas modalidades de Grupos de Sociedades está – excluída a questão da denominação[17], que é de menor importância - essencialmente na existência ou não da Convenção de Grupo, documento que serve como elemento disciplinador das relações entre as sociedades integrantes do Grupo (função *interna corporis*) e, ao mesmo tempo, se presta a dar publicidade à existência e aos termos da união, tornando-a oponível a terceiros (função *externa corporis*).

É este documento (cujo conteúdo mínimo obrigatório encontra-se fixado pelo art. 269 da Lei n. 6.404/76) que formaliza e tipifica a constituição do Grupo "de direito", além de estipular as linhas gerais e condições de sua atuação. Sua aprovação pelos sócios está condicionada às formalidades e demais requisitos

---

16 CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *O Acionista Minoritário*... Ob. Cit. Pg. 129.

17 Art. 267 da Lei n. 6.404/76: *O grupo de sociedades terá designação de que constarão as palavras "grupo de sociedades" ou "grupo".*

necessários à alteração do contrato social ou do estatuto[18], facultando-se ainda, aos dissidentes nesta votação, o direito de recesso (art. 270 *caput* e parágrafo único da Lei n. 6.404/76).

Há quem entenda que a Convenção aqui tratada tem o efeito de converter o Grupo de de direito em uma sociedade não personificada. É o que diz, por exemplo, a própria Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/76, ao referir-se ao seu art. 270.

Não se afigura pertinente esta pretensa equiparação entre os Grupos de direito e as sociedades não personificadas.[19] A tipificação do Grupo "de direito" existe exatamente para atribuir-lhe regime jurídico próprio, apartado das relações de sociedade que, por não se constituírem como pessoas jurídicas, são tratadas como modalidades de Sociedade em Comum, regida pelos artigos 986 a 990 do Código Civil.

Note-se também que, nas Sociedades em Comum, os sócios sempre responderão de forma ilimitada e solidária pelos débitos contraídos em benefício do objeto social, uma vez que o contrato entre existente entre tais sócios - seja verbal ou escrito - não atende ao requisito legal apto a conferir-lhe validade perante terceiros, consistente no seu devido registro (art. 985 do Código Civil).

Já em se tratando de Grupos de direito, os termos e limitações de responsabilidade constantes da Convenção de Grupo firmada entre as sociedades serão, como explicitado, oponíveis a terceiros, sendo cabível invocar-se a

---

[18] A Assembleia Geral de Acionistas convocada para deliberar sobre alteração estatutária deverá respeitar as formalidades específicas dos art. 135 e 136 da Lei n. 6.404/76. No caso da alteração do contrato de sociedades limitadas, deve-se observar o quórum deliberativo específico, fixado pelos artigos 1.071, V, c/c art. 1.076, I do Código Civil.

[19] MARTINS. Fran. *Comentários... vol. III*. Ob. Cit. P. 438 - pé de página n. 12.

solidariedade passiva entre as diversas componentes do Grupo somente quando a operação for realizada em benefício de todas e não houver previsão em contrário na Convenção.

5 – Os Consórcios de empresas como parcerias empresariais contratuais típicas

Trata-se o Consórcio de Empresas, disciplinado pelos arts. 278 e 279 da Lei n. 6.404/76, de um contrato pelo qual duas ou mais sociedades se obrigam a agrupar esforços e recursos para a realização de um determinado empreendimento. É, em essência, também uma modalidade de "sociedade entre sociedades", mas com algumas importantes peculiaridades.

O § 1º do art. 278 da Lei n. 6. 404/76 dispõe explicitamente que o consórcio de empresas, enquanto *joint venture* ou parceria empresarial meramente contratual, não dispõe de personalidade jurídica própria e, em consequência, de capacidade para assumir direitos e/ou obrigações.

Assim, o consórcio de empresas é uma modalidade de parceria empresarial contratual, típica e despersonificada, na qual os signatários têm a faculdade de dispor sobre sua responsabilidade pelos débitos contraídos em prol do empreendimento comum.

A possibilidade de limitação da responsabilidade dos contratantes é, na verdade, a grande diferença - e porque não dizer mesmo vantagem - que o instituto típico do consórcio de empresas apresenta em relação à generalidade dos contratos de parceria empresarial atípicos, estes últimos, por sua vez, modalidades de Sociedades em Comum (art. 986 a 990 do Código Civil).

Ao dispor que "as companhias e quaisquer outras sociedades, sob o mesmo controle ou não, podem

constituir consórcio (...)" o *caput* do art. 278 da Lei n. 6. 404/76 limita às sociedades esta forma de parceria empresarial, vedando, portanto, que empresários individuais ou Empresas Individuais de Responsabilidade Limitada possam tomar parte neste tipo de contrato.

A Lei n. 6. 404/76 estabelece, em seu art. 279, os requisitos de constituição válida dos consórcios de empresas. A inobservância de um ou alguns deles retira a tipicidade do acordo firmado e, em consequência, submete-o ao regime comum aplicável aos contratos de parceria empresarial atípicos.

Como espécie típica de contrato plurilateral[20] o consórcio admite - ainda que de forma potencial - a entrada e saída de membros sem o comprometimento da relação entre os demais integrantes.

Segundo dispõe o art. 142, VIII da Lei n. 6.404/76, cumpre ao Conselho de Administração a deliberação sobre a alienação de bens integrantes do ativo permanente da sociedade, cabendo-lhe, exatamente por isso, também a atribuição de aprovar os contratos de consórcio de

---

[20] "*O consórcio decorre de um contrato plurilateral firmado entre duas ou mais sociedades com atividades afins e complementares, visando a agregar meios capazes de levá-las a desenvolver atividades, pesquisas (consórcio operacional), ou capacitá-las a contratara com terceiros a execução de determinados serviços, obras, ou concessões (consórcio instrumental). Trata-se de uma comunhão de interesses, de objetivos e de atividades que não poderiam ser alcançados na esfera individual de cada empresa, e que, por isso, demanda a agregação de recursos e de aptidões para conseguir um determinado objetivo, de natureza operacional ou instrumental. Será operacional o objetivo quando a congregação visar ao exercício de específica atividade empresarial, que será desenvolvida no âmbito das sociedades consorciadas. Será instrumental quando o objetivo do consórcio for o de contratar, com terceiros, obras, serviços e concessões.*" CARVALHOSA. Modesto. *Comentários... Vol. IV. Tomo II.* Ob. Cit. Pg. 340. Em igual sentido as opiniões de Pontes de Miranda (PONTES DE MIRANDA. Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Vol. LI. 2ª edição. Ed. Borsoi. Rio de Janeiro. 1975 pg. 247) e Mauro Rodrigues Penteado (PENTEADO. Mauro Rodrigues. *Consórcio de Empresas*. Ed. Pioneira. São Paulo. 1979. Pg. 160/161).

empresas nos quais o ente societário por ele representado venha a figurar como partícipe (art. 279 da Lei n. 6.404/76).

Por se tratar de órgão administrativo obrigatório apenas para as companhias abertas ou de capital autorizado (§ 3º, art. 138 da Lei 6. 404/76) as atribuições do Conselho de Administração, nas sociedades em que ele não esteja presente, são transferidas à Assembleia Geral de acionistas, cabendo, nesta hipótese, a este órgão a aprovação dos consórcios firmados pela sociedade[21].

O texto do par. único do art. 279 da Lei n. 6. 404/76 determina que "o contrato de consórcio e suas alterações serão arquivados no Registro do Comércio do lugar da sua sede, devendo a certidão do arquivamento ser publicada".

Este requisito é de extrema importância pois é por seu intermédio que o contrato em questão adquire publicidade e, consequentemente, validade perante terceiros.

Tamanha é a preocupação da lei com este aspecto que o dispositivo citado exige não apenas o arquivamento do instrumento constitutivo do vínculo na Junta Comercial mas também sua publicação, de modo a garantir (ao menos formalmente) seu conhecimento por terceiros em geral.

O desrespeito a esta formalidade fará com que o consórcio em questão configure um contrato de parceria empresarial atípico, impedindo, obviamente, a oposição de seus termos a terceiros, em especial no que se refere à limitação da responsabilidade dos contratantes pelos débitos contrários em função do empreendimento comum.

---

[21] O mesmo se aplica também no que se refere às sociedades regidas pelo Código Civil, cuja participação em consórcio de empresas depende de aprovação pelos seus sócios.

6 – Concentração empresarial: as operações de fusão e incorporação no direito brasileiro

As sociedades empresárias propiciam o agrupamento do esforço pessoal e do capital de diversos indivíduos (os sócios) com o objetivo de aumentar o potencial econômico da atividade a ser exercida por eles.

Sociedades empresárias economicamente mais poderosas têm maiores possibilidades de enfrentar a concorrência interna e externa (traço característico de uma economia de livre concorrência e globalização), produzir bens ou serviços de melhor qualidade, resistirem às eventuais instabilidades e crises econômicas e às possíveis mudanças na política pública.

O que dizer, então, se há o agrupamento de sócios e patrimônio de diversas sociedades empresárias em uma única, que passa a exercer, com capacidade econômica redobrada, a empresa. A concentração de sociedades é hoje um eficiente instrumento para, através da união do patrimônio e dos sócios das diferentes pessoas jurídicas, constituir organizações mais vigorosas e estáveis, econômica e financeiramente aptas a enfrentar as variantes de mercado e de política pública já apontadas.

Diferentemente do que se viu nas parcerias empresariais, nos casos de fusão e incorporação de sociedades haverá a união econômica e jurídica entre sociedades outrora independentes. Isto significa que, após a operação, uma ou mais das sociedades envolvidas deixarão de existir e seus bens, direitos, obrigações e sócios irão agregar-se à outra sociedade, aumentando seu patrimônio e capacidade econômica.

Patrick A. Gaughan, em valioso trabalho sobre o tema, disserta sobre as possíveis vantagens advindas de uma operação de concentração empresarial, ordenando-as

em quatro grandes tópicos: crescimento, sinergia, diversificação e motivos econômicos[22]:

O Crescimento refere-se ao aumento da própria capacidade material e econômica do empreendimento, a qual se efetiva com a aglutinação de novos bens, sócios e direitos, algo inerente às operações de fusão e incorporação aqui analisadas.[23]

Trata-se a Sinergia de um termo originalmente utilizado pelas ciências naturais para nomear situações em que dois ou mais elementos químicos são combinados e, em função disso, acabam por produzir um efeito muito maior do que aquele que isoladamente seria alcançado.

Ao se valer do termo sinergia em matéria de concentração empresarial, o objetivo do autor é salientar que tais operações são usadas também como forma de agrupar empresas que se completam mutuamente e que, uma vez combinadas, são capazes de gerar efeitos muito mais significativos do que aqueles que geravam isoladamente.[24]

A concentração empresarial naturalmente proporciona às sociedades empresárias envolvidas a

---

22 GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 3th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc, 2002. p. 111-164.

23 "Companhias procurando expandir-se são confrontadas com uma escolha entre crescimento interno e crescimento através de fusões e aquisições. Crescimento interno pode ser um lento e incerto processo. Crescimento através de fusões e aquisições pode ser um processo muito mais rápido, apesar de trazer suas próprias incertezas." GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*… Ob. Cit. Pg. 111. Tradução livre.

24 "*Expressa simplificadamente, sinergia se refere ao fenômeno 2 + 2 = 5. Em fusões isto se traduz pela habilidade de uma combinação de companhias ser mais lucrativa do que as partes individuais das empresas que foram combinadas.*" GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*… Ob. Cit. p. 115. Tradução livre.

possibilidade de oferecer uma gama maior de produtos ou serviços, com a consequente atuação em mercados diferentes daqueles originalmente ocupados. Tal efeito é identificado pelo termo Diversificação.[25]

Por fim, observa-se que a concentração empresarial é também uma forma de aumentar o poder de influência dos agentes econômicos envolvidos sobre o preço dos produtos ou serviços oferecidos, a quantidade ofertada ou sobre a divisão do mercado destes bens.[26]

Além destes, há vários outros elementos que justificam o constante aumento no número de operações de concentração de sociedades empresárias, seja através de fusões ou incorporações[27]: aumento na rentabilidade dos empreendimentos, redução de ineficiências administrativas, aumento na capacidade de pesquisa e desenvolvimento de novos produtos, aprimoramento na distribuição dos bens

---

[25] "*Embora muitas companhias tenham lamentado suas experiências em diversificação, outras podem sustentar terem ganho significativamente. Uma destas empresas é a* General Electric (GE). *Ao contrário do que seu nome implica, a* GE *não mais é apenas uma companhia de eletrônicos. Por meio de um padrão de aquisições e diversificações, a empresa se tornou um conglomerado diversificado com operações em seguros, estações de televisão, plásticos, equipamentos médicos e assim por diante."* GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*… ob. Cit. p. 123. Tradução livre.

[26] Gaughan se refere então a integrações horizontais e verticais: "*Integração horizontal se refere ao aumento da porção do mercado e do poder no mercado que resulta de aquisições e fusões de rivais. Integração vertical se refere a fusões ou aquisições de companhias que têm entre si uma relação de comprador-vendedor."* GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*… Ob. Cit. p. 36.

[27] COSTA, Carlos Alexandre J. da. LUCINDA, Cláudio Ribeiro. Comportamento das firmas – análise de mercado, In: SADDI, Jairo. (org.) *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. Ed. IOB. São Paulo. 2002. Pg. 106/107. GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*… Ob. Cit. p. 154-157.

ou serviços oferecidos além - e principalmente - de ganhos tributários[28].

Cisão, incorporação, fusão e transformação de sociedades empresárias são todas operações disciplinadas tanto pela Lei das Sociedades Anônimas (Lei n. 6.404/76, arts. 220 a 234) quanto pelo Código Civil (arts. 1.113 a 1.122).

A operação estará sujeita à disciplina do Código Civil quando não envolver, seja antes ou depois de efetuada, a participação de sociedade anônima[29]. Assim se, por exemplo, uma Sociedade Limitada for incorporada por outra do mesmo tipo, aplicam-se à operação os artigos 1.113 a 1.122 do Código Civil de 2002. Já se uma Sociedade Anônima for incorporada a uma Sociedade Limitada - ou vice-versa - a operação será regida pelos dispositivos da Lei n. 6.404/76.

Embora haja duplicidade de regimes jurídicos, as operações de incorporação e fusão são, em seus aspectos fundamentais, exatamente as mesmas, tanto sob o ponto de vista do Código Civil de 2002, quanto da Lei n. 6.404/76. Tal similitude pode ser expressamente observada a partir da definição que ambos os diplomas legais trazem dos institutos em questão.

Segundo o art. 1.116 do Código Civil, "na incorporação, uma ou várias sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações, devendo todas aprová-la, na forma estabelecida para os respectivos tipos".

---

28 *"Os problemas envolvendo incorporações, fusões e cisões são complexos e os aspectos tributários assumem especial relevo. Já se disse que nessa matéria é o fiscalista quem comanda".* CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. Pg. 473.

29 CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil – Parte Especial: Do Direito de Empresa*... Ob. Cit. Pg. 522 e segs.

O art. 227 da Lei n. 6.404/76, por sua vez, caminha no mesmo sentido, ao estipular que "a incorporação é a operação pela qual uma ou mais sociedades são absorvidas por outra, que lhes sucede em todos os direitos e obrigações".

A mesma similitude – quase igualdade – se dá também quando consultadas as definições que o Código Civil e a Lei n. 6.404/76 trazem da operação de fusão. Segundo o art. 1.119 do Código Civil, "a fusão determina a extinção das sociedades que se unem para formar sociedade nova, que a elas sucederá nos direitos e obrigações", enquanto o art. 228 da Lei n. 6.404/76 define-a como sendo "a operação pela qual se unem duas ou mais sociedades para formar sociedade nova, que lhes sucederá em todos os direitos e obrigações".

Fusão e incorporação são, como visto, modalidades de concentração societária, tendo em vista que ao final da operação restará, em ambos os casos, um número menor de sociedades personificadas do que o existente anteriormente.

Além deste, outro importante ponto em comum entre estas duas operações está no fato de que as sociedades resultantes tanto de uma fusão quanto de uma incorporação obrigatoriamente respondem, como sucessoras, por todas as obrigações assumidas não apenas por si próprias, como também pelos débitos constituídos em nome das sociedades incorporadas ou fusionadas[30].

---

[30] Embora seja previsão ampla prevista tanto no Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76, esta sucessão obrigatória nas operações de concentração empresarial está também acolhida em outros pontos da legislação, como na Consolidação das Leis do Trabalho (CLT):

"Art. 10 - Qualquer alteração na estrutura jurídica da empresa não afetará os direitos adquiridos por seus empregados."

"Art. 448 - A mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados."

Apesar da sucessão obrigatória aqui mencionada, tanto o Código Civil (art. 1.122) quanto a Lei n. 6.404/76 (art. 232) garantem aos credores das sociedades envolvidas na operação o direito de, em determinado prazo, questionar judicialmente a fusão ou incorporação, sob a alegação de que seus direitos de crédito estejam comprometidos pela operação[31].

Por outro lado, chama a atenção como característica fundamental da incorporação - e elemento distintivo em relação à fusão - o fato de que as sociedades objeto de incorporação (chamadas sociedades incorporadas) deixam de existir após a operação, cessando sua personalidade jurídica, ao contrário do que ocorre com relação à incorporadora, que já existia antes da operação e agora continuará sua empresa com novos sócios, bens, contratos, débitos e créditos, oriundos das sociedades por ela incorporadas.

Denominam-se sociedades incorporadas aquelas que serão absorvidas por outra, em uma operação de incorporação. O termo absorção implica que as sociedades incorporadas deixarão de existir como entes personificados e que seus bens, sócios, obrigações e créditos passarão à titularidade de outra sociedade – a incorporadora - que irá sucedê-las.[32]

---

[31] É, por exemplo, a hipótese de uma sociedade que incorpore outra cujo passivo se mostre relativamente alto. Considerando que os credores da sociedade incorporada agora passam a ser credores da incorporadora, os titulares de crédito contra esta última vêem-se, com a operação, sujeitos a ter esvaziado o patrimônio de seu devedor – a sociedade incorporadora - pela adesão dos credores da incorporada.

[32] *"A incorporação consiste, portanto, na absorção de uma sociedade por outra, com os seguintes efeitos: a unificação dos corpos sociais das duas sociedades: os sócios da incorporada passam a ser sócios da incorporadora: a unificação de patrimônios: o patrimônio da incorporada é consolidado no da incorporadora, que a sucede universalmente; e a extinção da incorporada, sem liquidação: apenas a pessoa jurídica incorporadora continua a existir após a operação".* LAMY FILHO,

Em uma operação de fusão também ocorre, como se pode ver dos textos legais assinalados, a absorção de uma ou mais sociedades por outra. As sociedades que são absorvidas por outra, em uma operação de fusão, são chamadas de sociedade fundidas ou fusionadas, e esta absorção tem a mesma amplitude que numa incorporação, implicando assim a integralidade de obrigações, créditos, sócios, contratos e bens.

A distinção fundamental entre uma operação de fusão e de incorporação está na circunstância de que, na primeira delas, a pessoa jurídica que absorve as sociedades fusionadas é uma sociedade nova, constituída de fato e de direito no momento da realização da operação.

Já na operação de incorporação, a sociedade incorporadora (sucessora das incorporadas em todas as suas obrigações, débitos, créditos, contratos e sócios) preexiste à operação, ou seja, é uma sociedade que já se constituíra anteriormente e que, deste modo, já contava com seus próprios sócios, bens, débitos e créditos, mas passa, a partir da incorporação, a funcionar acrescida dos bens, débitos, créditos, contratos e sócios das incorporadas.

A realização de uma operação de fusão ou incorporação passa necessariamente pela prévia aprovação dos sócios de todas as sociedades envolvidas, sendo matéria de competência privativa da Assembleia Geral de Acionistas (art. 122, VIII da Lei n. 6.404/76) e, nas sociedades limitadas, ato obrigatoriamente condicionado à aprovação dos sócios (art. 1.071, VI do Código Civil).

Caso a operação esteja sob a disciplina do Código Civil, as sociedades a serem incorporadas devem submeter aos seus sócios, em assembleia ou reunião convocada para este fim, as bases da operação e o projeto de reforma dos atos constitutivos da sociedade incorporadora (art. 1.117).

Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S A* ... ob. cit. p. 560

Já os sócios da sociedade incorporadora irão deliberar sobre tais documentos e também sobre a nomeação dos peritos responsáveis pela avaliação do patrimônio líquido das sociedades incorporadas (art. 1.117 par. 2º)[33].

Aprovadas tais medidas, em assembleias ou reuniões de sócios especialmente convocadas para este fim[34], cumprirá apenas a averbação da extinção das sociedades incorporadas junto ao órgão público no qual estavam registradas (art. 1.118).

No caso de incorporação ou fusão que envolva uma ou mais sociedades por ações, aplicam-se os dispositivos da Lei n. 6.404/76, que regem a matéria com algumas particularidades, embora também aqui a exigência de aprovação pela Assembleia Geral de Acionistas permaneça como condição essencial à validade da operação.

Nas regras da Lei n. 6.404/76, uma operação de fusão ou incorporação tem seus termos inicialmente formalizados em um documento denominado Protocolo, cujo conteúdo está pormenorizadamente elencado pelo art. 224 da Lei n. 6.404/76.

Este documento será firmado pelos administradores ou sócios das sociedades envolvidas na operação e, em síntese, deverá descrever, com o máximo detalhamento possível, as condições e consequências, para todas as sociedades e sócios envolvidos, da operação a ser realizada. Estas condições e consequências passam precipuamente por dois elementos básicos.

---

[33] Segundo o art. 1.076, I do Código Civil, o quórum de aprovação, em uma sociedade limitada, da operação de fusão ou incorporação será de, no mínimo, 75% (setenta e cinco por cento) do capital social.

[34] Os sócios quotistas que votarem contra a realização da fusão ou incorporação terão direito ao recesso societário (art. 1.077 do Código Civil).

O primeiro deles é uma adequada avaliação do patrimônio das sociedades envolvidas na operação, com a descrição detalhada dos elementos ativos e passivos que comporão o patrimônio das sociedades resultantes da operação, bem como o critério de avaliação a ser empregado.

A decisão pela realização ou não da fusão ou incorporação passa inegavelmente pela informação sobre o estado patrimonial das sociedades envolvidas. Uma sociedade não deve se fundir ou incorporar sem ter o máximo de informação sobre as condições patrimoniais de todas as envolvidas na operação, o que só será possível com o emprego de eficientes meios de inventário e avaliação contábil e financeira[35], ou seja, com o adequado procedimento de *due diligence*.

O outro aspecto fundamental a ser detalhadamente tratado no Protocolo é a repartição do capital social entre os acionistas da sociedade resultante da operação de fusão ou incorporação. O ponto central desta discussão é estabelecer as bases de conversão dos direitos dos sócios, ou seja, qual o percentual de cada sócio no capital da sociedade resultante da fusão ou incorporação, considerando o patrimônio das envolvidas na operação e o

---

35 *"Na perspectiva da aquisição da empresa, desconsiderar o processo de auditoria legal é, na nossa opinião, um erro negocial clamoroso. A falta de um bom exercício de auditoria legal reflecte-se logo numa primeira fase de estruturação de planificação de investimento, que será certamente deficiente por falta de informação, originará uma significativa limitação na discussão dos aspectos essenciais do contrato – amiúde, o preço – e potenciará, em geral, imperfeições e incompletudes no conteúdo do contrato de compra e venda das participações.*

Com efeito, antes que seja tomada a decisão de investir numa empresa, o potencial comprador de parte ou totalidade das participações sociais não pode deixar de cuidar de saber qual o 'conteúdo' da mesma." ROLDÃO. Nuno Moura. TEIXEIRA. Ana Guedes. O processo de Auditoria Legal. (IN) CÂMARA. Paulo. (Coord.). *Aquisição de Empresas*. Coimbra Editora. Lisboa. 2010. Pg. 109.

percentual de cada sócio nas incorporadas, incorporadoras e fusionadas[36].

A aprovação do Protocolo – e, por consequência, da operação – pela Assembleia Geral de Acionistas é precedida por um procedimento denominado justificação (art. 225 da Lei n. 6.404/76), no qual serão expostos aos acionistas os motivos ou fins da operação e o interesse da companhia na sua realização; as ações que os acionistas preferenciais receberão, bem como as razões para as eventuais modificações propostas em seus direitos e a composição, após a operação, segundo espécies e classes das ações, do capital das companhias que deverão emitir ações em substituição às incorporadas.

No ato de justificação será também divulgado o valor do reembolso – cujo cálculo é e realizado na forma do art. 45 da Lei n. 6.404/76 - a que terão direito os acionistas que, na Assembleia Geral, votarem contrariamente à realização da fusão ou incorporação, posto tratarem-se de deliberações que geram, para os dissidentes, o direito de recesso (art. 137 c/c art. 230 da Lei n. 6.404/76).

Uma particular situação de incorporação de sociedade é aquela na qual a incorporadora já era, anteriormente à operação, controladora da sociedade a ser incorporada. A Lei n. 6.404/76 cuida desta hipótese em seu

---

[36] É o que se encontra expresso no art. 224, I da Lei n. 6.404/76, que obriga o Protocolo a prever "o número, espécie e classe das ações que serão atribuídas em substituição dos direitos de sócio que se extinguirão e os critérios utilizados para determinar as relações de substituição".

Assim, é necessário descrever no Protocolo quantas ações das sociedades incorporadas correspondem a uma ação da incorporadora ou, no caso da fusão, quantas ações de cada uma das sociedades fusionadas corresponderão a uma ação da sociedade resultante da fusão, além dos critérios contábeis adotados para a fixação desta relação.

art. 264, sob o título "incorporação de companhia controlada".

Como visto, a incorporação ou fusão de sociedade é matéria a ser obrigatoriamente aprovada, na forma legal, pelos sócios de todas as sociedades envolvidas. A principal peculiaridade – e fonte de preocupação – da incorporação de companhia controlada está no fato de que a incorporadora é também controladora da sociedade a ser incorporada.

Assim, ter-se-á, de fato, que a aprovação da operação dependerá exclusivamente da vontade da incorporadora, havendo o evidente risco de que a operação de incorporação seja aprovada em termos excessivamente prejudiciais para os acionistas minoritários da sociedade incorporada e demasiadamente vantajosos para os interesses da sociedade incorporadora[37].

De forma a minimizar o risco apontado, o art. 264 da Lei n. 6.404/76 estabelece regras ainda mais rígidas e detalhadas para a disciplina dos dois principais pontos de preocupação em uma operação de fusão ou incorporação, quais sejam: a forma de avaliação do patrimônio das sociedades envolvidas na operação e os critérios a serem empregados na conversão de ações da incorporada em ações da incorporadora.

7 – Cisão e transformação de sociedades

A cisão é tecnicamente a operação contrária à fusão e à incorporação, sendo então justamente considerada

[37] Há mesmo quem tenha cogitado vetar à sociedade controladora o voto na Assembleia Geral de Acionistas que delibere a incorporação, por ela, de sua controlada. Esta não é, de fato, uma solução eficiente, pois na prática estabeleceria uma inadmissível presunção de má-fé. LAMY FILHO. Alfredo. Incorporação de subsidiária – avaliação de ações – abuso de direito – recesso. *Temas de S.A – exposições e pareceres*. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2007.

forma de desconcentração societária. Ao final da cisão haverá certamente um número maior de sociedades do que o existente anteriormente.

Este instituto também se encontra disciplinado tanto pela Lei n. 6.404/76 quanto pelo Código Civil, mas, ao contrário das modalidades de concentração analisadas acima, só encontra expressa definição legal no art. 229 da Lei n. 6.404/76, sem correspondente direto no Código Civil de 2002.

É o texto do art. 229 da Lei n.6.404/76: *A cisão é a operação pela qual a companhia transfere parcelas do seu patrimônio para uma ou mais sociedades, constituídas para esse fim ou já existentes, extinguindo-se a companhia cindida, se houver versão de todo o seu patrimônio, ou dividindo-se o seu capital, se parcial a versão.*

Há duas modalidades fundamentais de cisão societária: a parcial e a total.

A cisão total ocorre quando a sociedade cindida deixa de existir após a operação. Todos os seus débitos, créditos, contratos, sócios e bens são transferidos às sociedades resultantes da operação, não havendo outra solução para ela que não a extinção.

Na cisão parcial, porém, a sociedade cindida continua a existir após a operação, tendo em vista que apenas uma parcela de seus débitos, créditos, contratos, sócios e bens é transferida para as outras sociedades envolvidas na operação.

É possível perceber, do ponto de vista esquemático, que a cisão total é o fenômeno societário contrário à fusão, enquanto a cisão parcial, por sua vez, é a operação inversa da incorporação.

A cisão normalmente resulta da necessidade de descentralização administrativa ou patrimonial, com o propósito de otimizar a capacidade produtiva da empresa

exercida[38], motivo pelo qual justifica-se plenamente sua referência como instrumento de rearranjo administrativo e/ou patrimonial.

Tal desmembramento se presta tanto para aprimorar a gestão do empreendimento, que passaria a ter maior agilidade, como também para dividir os credores, empregados e bens entre as novas sociedades criadas, além de muitas vezes permitir um melhor gerenciamento do passivo – especialmente de natureza tributária – das pessoas jurídicas envolvidas.

O objetivo da cisão pode ser também simplesmente separar os sócios de uma mesma sociedade, os quais agora não mais pretendem permanecer vinculados. A operação de cisão se mostra, neste caso, alternativa à dissolução total ou parcial de sociedade, principalmente no que se refere ao procedimento de apuração de haveres.

Corolário fundamental da cisão é aquele segundo o qual a sociedade ou sociedades resultantes da operação sucedem as eventualmente extintas na obrigação de honrar todos os seus débitos, de maneira similar ao que ocorre na fusão e incorporação[39].

O procedimento de cisão seguirá, na regência da Lei n. 6.404/76, as mesmas etapas fundamentais cabíveis nos casos de fusão ou incorporação, quais sejam: elaboração do protocolo, justificação e sua aprovação pela Assembléia

---

[38] CAMPOS NETTO, Ezequiel de Melo. *Cisão das Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Forense, 2004. Pg. 8.

[39] Veja-se neste sentido o par. 1º do art. 229 da Lei n. 6.404/76: *(...) a sociedade que absorver parcela do patrimônio da companhia cindida sucede a esta nos direitos e obrigações relacionados no ato da cisão; no caso de cisão com extinção, as sociedades que absorverem parcelas do patrimônio da companhia cindida sucederão a esta, na proporção dos patrimônios líquidos transferidos, nos direitos e obrigações não relacionados.*

Geral de Acionistas, como o necessário direito de recesso para os acionistas dissidentes[40].

Transformação de sociedade é a operação pela qual a pessoa jurídica altera seu tipo societário, com a consequente alteração em seu regime jurídico (Lei n. 6.404/76, art. 220). Mantém-se a mesma personalidade jurídica, obrigações, direitos e sócios, mas agora sob a roupagem de outro modelo societário, reputado, na situação concreta, mais adequado aos interesses e necessidades dos envolvidos com o empreendimento.

Por óbvio, os atos jurídicos praticados anteriormente à transformação continuam sujeitos ao regime jurídico do tipo societário anterior. Assim se, por exemplo, uma sociedade de responsabilidade ilimitada para os seus sócios se torna uma sociedade anônima, os direitos dos credores desta pessoa jurídica, se constituídos antes da operação, continuam regidos pela legislação referente ao tipo societário existente antes da transformação. [41]

A operação de transformação de sociedade exige, para sua realização, a aprovação unânime dos sócios da sociedade a ser transformada, salvo se a operação – e seu respectivo quórum de aprovação - estiverem previstos nos

---

[40] Em inexplicável orientação, o Código Civil brasileiro omitiu-se não só quanto à definição da operação de cisão quanto em relação ao seu procedimento. Isto posto, afigura-se o mais adequado empregar-se, por analogia, as regras da Lei n. 6.404/76, exceto no que tange ao direito dos credores (art. 1.122 do Código Civil), matéria excepcionalmente cuidada de forma expressa. GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. Pg. 495.

[41] *"A operação de transformação compreende dois procedimentos diferentes, que podem ser discernidos lógica e cronologicamente, e que a lei de sociedades por ações regula em dispositivos distintos: a) a deliberação dos sócios da sociedade a ser transformada e b) os atos necessários para que a sociedade passe a revestir a forma do novo tipo adotado*". LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA. José Luis. *A Lei das S. A* ... Ob. Cit. p. 538/539.

atos constitutivos da pessoa jurídica (art. 221 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.114 do Código Civil).

Uma vez aprovada, a transformação se formaliza com o cumprimento de todos os requisitos legais necessários à constituição e registro do tipo societário que resultará da operação (art. 1.113 do Código Civil e art. 220 par. único da Lei n. 6.404/76).

8 – A unipessoalidade societária: sociedade subsidiária integral no direito brasileiro

É possível classificar as situações de unipessoalidade societária no direito brasileiro conforme elas tenham ou não limite de duração legalmente estabelecido. Neste sentido fala-se em unipessoalidade societária com ou sem prazo determinado.

Há unipessoalidade societária com prazo determinado quando a sociedade, embora constituída com pluralidade de integrantes, vê-se, ao longo de sua existência, contingencialmente reduzida a um único sócio. Neste caso tanto o Código Civil (art. 1033, IV) quanto a Lei das Sociedades Anônimas (art. 206, I, d) admite a unipessoalidade pelo prazo improrrogável estabelecido em lei, de forma a permitir que a sociedade restaure a pluripessoalidade antes de lhe ser imposta a dissolução total.

Sob o termo "unipessoalidade sem prazo legal determinado" abarca-se as modalidades de sociedade unipessoal em que não há, na legislação, limitação temporal de tal circunstância, que pode perdurar enquanto for conveniente ao seu sócio.

Dentre as hipóteses de unipessoalidade societária sem prazo legal de duração, pode-se ainda dividí-las em situações de unipessoalidade originária ou superveniente, conforme a sociedade seja composta por um único sócio já

no seu ato constitutivo ou venha a assumir tal perfil como ocorrência superveniente à sua criação[42].

Há apenas duas modalidades de sociedade unipessoal sem prazo determinado, que são a Empresa pública e a sociedade subsidiária integral[43], sendo esta última, portanto, o único exemplo de sociedade unipessoal privada e sem prazo legalmente determinado de duração.

A sociedade subsidiária integral encontra-se expressamente disciplinada em apenas três artigos da Lei n. 6.404/76 (arts. 251 a 253), sendo relevante notar que tais dispositivos se limitam a cuidar das particularidades que esta modalidade societária apresenta em relação ao regime geral das demais companhias, peculiaridades estas decorrentes de sua excepcional unipessoalidade.

A primeira destas particularidades está já na forma de constituição. Estipula o art. 251, *caput* da Lei n. 6.404/76 que a sociedade subsidiária integral somente se constitui através de escritura pública.

Já a integralização do capital social da subsidiária integral em constituição far-se-á às custas do patrimônio da sociedade que a constitui e que se tornará, a partir de então, sua controladora e única acionista[44]. Como é regra em

---

[42] José A. Engrácia Antunes distingue, neste aspecto, entre as situações de *domínio total originário* e *domínio total superveniente*. Por domínio total original chama o autor a hipótese da sociedade subsidiária integral que se constitui já nesta condição enquanto a situação de domínio total superveniente configura-se quando ocorre a aquisição da totalidade do capital social de uma sociedade já constituída por outra. (ANTUNES. José A. Engrácia. *Os Grupos de Sociedades*. Livraria Almedina. Coimbra. 1993. Pgs. 709 e segs.)

[43] CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. 2ª edição. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003. Pgs. 490 e segs.

[44] O art. 251 da Lei n. 6.404/76 exige que a sociedade controladora de subsidiária integral seja brasileira. Sobre os critérios legais para a definição da nacionalidade de sociedade, há que se observar tanto os dispositivos da própria lei n. 6.404/76 (art. 269) quanto do Código Civil (art. 1.126).

termos de sociedades, admite-se que a integralização do capital social da subsidiária integral verifique-se em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação patrimonial[45].

Como já salientado, nem sempre a unipessoalidade da sociedade subsidiária integral é originária, ou seja, concomitante à sua constituição. Ao contrário, admite expressamente a Lei n. 6.404.76 que uma sociedade originalmente pluripessoal converta-se, no decorrer de suas atividades, à condição de sociedade subsidiária integral de outra[46].

A conversão de sociedade anônima em sociedade subsidiária integral é possibilidade expressamente admitida pelo par. 2º do art. 251 da Lei n. 6.404/76 e se realiza mediante a incorporação de suas ações ao patrimônio da futura controladora.

É importante salientar que o instituto da incorporação de ações não se confunde com a incorporação de sociedade, embora guardem significativas semelhanças.

A incorporação de sociedade (art. 223 da Lei n. 6.404/76) resulta na absorção de uma sociedade (sociedade incorporada) por outra (sociedade incorporadora) e consequente extinção da personalidade jurídica da incorporada e sucessão de seus débitos, créditos, sócios e

---

[45] O par. 1º do art. 251 da Lei n. 6.404/76 reitera que os bens eventualmente utilizados pela controladora na integralização do capital social da subsidiária integral devem ser previamente avaliados, na forma do art. 8º da mesma Lei n. 6.404/76.

[46] *"A lei brasileira, admitindo a existência da sociedade anônima tendo um só acionista, permite que isso aconteça de duas maneiras: ou por constituição, por sociedade brasileira, de uma sociedade anônima em que todas as ações pertençam à primeira, ou por conversão de uma sociedade já existente em subsidiária integral, passando todas as ações a pertencer à sociedade brasileira*". (MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das S.A. Vol. III*. 2ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro.Pg. 315).

bens, que passarão a ser, todos, da sociedade incorporadora.

Na incorporação de ações não há extinção daquela sociedade que tem a totalidade de suas ações adquiridas por outra. Ao contrário, ela permanece, agora na condição de sociedade subsidiária integral, como sujeito de direitos e obrigações próprias, além de manter autônomo seu patrimônio.

Incorporação de ações e incorporação de sociedade são, portanto, institutos muito semelhantes e, assim como a fusão, são instrumentos de concentração empresarial. A diferença fundamental é que a incorporação de ações preserva a autonomia jurídica da sociedade cujas ações são incorporadas, diferentemente do que se verifica no caso da incorporação da sociedade. Quando se incorpora ações – e, de resto, sempre que se cria uma sociedade subsidiária integral - opta-se pela concentração empresarial sem, entretanto, unificar as pessoas jurídicas das sociedades envolvidas.

O procedimento de incorporação de ações tem sua formalização iniciada com a elaboração do Protocolo (art. 224 da Lei n. 6.404/76), documento que desempenha tal função, como se viu, também nos casos de incorporação, fusão e cisão de sociedades.

O Protocolo, documento arquitetado pelos representantes legais das sociedades abarcadas pela operação, tem a natureza de pré-contrato no qual ficam estabelecidas, de modo definitivo, a forma e os efeitos da operação em curso. Este documento será submetido aos acionistas das sociedades partícipes da incorporação de ações, para aprovação.[47]

---

[47] CARVALHOSA. Modesto. *Comentários á Lei de Sociedades Anônimas*. Vol. IV, Tomo II, ob. Cit. pg. 243. CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. Pg. 435.

Os antigos acionistas da sociedade que agora se transforma em subsidiária integral passarão a ser acionistas da sociedade controladora. Haverá, deste modo, aumento do capital da sociedade controladora, pela adesão destes novos acionistas, aumento este integralizado pelas ações da sociedade agora convertida em subsidiária integral.

Se há apenas um acionista (a sociedade controladora), resta descabida a presença, em sociedade subsidiária integral, do Conselho de Administração, que, além de eminentemente plural e colegiado, tem por função precípua aproximar o corpo de acionistas do órgão executivo por excelência (a diretoria).

O mesmo se deve salientar com relação ao instituto da Assembleia Geral de Acionistas. Estipular a obrigatoriedade de cumprimento das formalidades inerentes a este órgão em uma sociedade legalmente reduzida a um único acionista afigura-se descabido e simples fonte de custos de transação.

As deliberações sobre as atividades da sociedade subsidiária integral devem ser tomadas na Assembleia Geral de Acionistas de sua controladora, sendo, na verdade, uma deliberação da pessoa jurídica sócia única a ser implementada pelos diretores da subsidiária integral[48].

A gestão da sociedade subsidiária integral ficará reduzida à diretoria, cujo número de integrantes, competência e funcionamento será definido nos estatutos da sociedade unipessoal.

---

[48] Embora salientando ser esta a orientação prevalecente também no direito norte americano e no direito alemão, Modesto Carvalhosa diverge, ressaltando ser inadmissível conferir-se à assembleia geral da sociedade controladora os poderes deliberativos sobre as atividades da sociedade subsidiária integral. *"Será, assim, a assembléia de um único sócio totalitária e unânime, sendo sua função, portanto, atípica no que se refere a estabelecer o consenso a partir da reunião de sócios que devem contribuir com suas opiniões para o surgimento da vontade social."* (CARVALHOSA. Modesto. *Comentários*... Vol. IV. Tomo II. Ob. Cit. Pg. 136.)

O Conselho Fiscal, por sua vez, existe não apenas como instrumento de proteção da minoria societária, mas também para zelar pela legalidade das atividades dos administradores da sociedade fiscalizada, razão pela qual deve existir também na sociedade subsidiária integral[49].

[49] Waldírio Bulgarelli (*O Conselho Fiscal nas Companhias brasileiras*. Ed. Revista dos Tribunais, 1988 pg. 127 e segs) e José Anchieta da Silva (*Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas Brasileiras*. Ed. Del Rey. 2000. pgs 50 e segs) vêem neste órgão a função precípua de instrumento de proteção aos acionistas minoritários o que, de certa forma, leva à conclusão de sua incompatibilidade com o instituto da sociedade unipessoal.

CAPÍTULO XIV

Teoria da Empresa e relações intersocietárias: análise econômica do Direito e concentração empresarial

1 – Concentração empresarial

A atividade empresarial e os agentes econômicos a ela dedicados têm na busca constante pela eficiência na produção e distribuição de bens e serviços seu objetivo fundamental[1]. Em busca deste objetivo, é natural que estes agentes econômicos empresariais tenham na ação conjunta e colaborativa o caminho mais adequado.

É possível perceber, se analisada a evolução histórica da atividade econômica em geral – e empresarial em particular - a constante tendência ao agrupamento dos agentes que nela atuem. Este movimento se reflete sobre o ramo do conhecimento jurídico disciplinador dessas atividades: o Direito Empresarial.

Ao retomar seu crescimento, ainda durante a Idade Média, o comércio – e o regime jurídico que posteriormente veio discipliná-lo – tinha como principal agente e referência a pessoa física, que o praticava em seu próprio nome e com intuito lucrativo. Era, então, a época

[1] A empresa é, em essência, um modo de produção de bens e serviços, baseado na organização dos denominados fatores de produção. Determinado agente econômico – o empresário, nos termos do Código Civil – organiza capital, trabalho, matéria prima e tecnologia para, com sua combinação, gerar bens ou serviços que serão negociados no mercado.

do comerciante individual, que, de maneira ainda bastante primitiva e local, realizava a intermediação entre o produtor e o consumidor de bens móveis.

Restou claro para esses comerciantes, porém, que a reunião de seus esforços e recursos financeiros com vistas à prática conjunta de uma mesma atividade mercantil potencializava enormemente os resultados obtidos. Desde então, o que se verifica é o constante crescimento na utilização dos diversos e cada vez mais sofisticados tipos de sociedades, instrumentos jurídicos aptos a unir diversas pessoas interessadas em agrupar seus esforços e capitais para a prática da atividade econômica lucrativa.

A atividade mercantil, outrora centrada na figura do comerciante individual, passou, a partir daí, a ter nas sociedades comerciais seu principal agente, na medida que reúnem, sob uma mesma pessoa jurídica, diversos outros sujeitos de direito.

O século XX marcou um terceiro estágio na evolução do fenômeno concentracionista aqui salientado. Se os antigos comerciantes individuais foram gradativamente substituídos pelas formas societárias de organização empresarial, estas, por outro lado, têm perdido importância para os diferentes arranjos de grupos de sociedades, os quais, a seu turno, nada mais são do que modalidades de "sociedades entre sociedades"[2].

Novamente interessadas em reduzir custos, ampliar mercados, produção, qualidade e, por conseqüência, também os lucros, os entes societários hoje buscam incessantemente, associar-se a outros, constituindo diferentes estruturas de grupos de sociedades.

---

[2] *"A tradicional e monolítica empresa societária dos primórdios do capitalismo industrial começou progressivamente a dar lugar a uma nova e revolucionária forma organizativa, a empresa de grupo; por outras palavras, a tradicional sociedade comercial individual vai dando progressivamente lugar a grupos de sociedades.*"(ENGRÁCIA ANTUNES. José A. *Os Grupos de Sociedades*. Ob.cit. pg. 13).

Pode-se mesmo dizer que há uma terceira fase na evolução – e concentração – dos entes produtivos. Se, na primeira delas, destacava-se a figura do comerciante individual, na segunda estes se agruparam em torno de sociedades mercantis, que agora, no terceiro momento, unem-se sob a forma das já citadas "sociedades entre sociedades."

Some-se a esse quadro a constatação de que os institutos mercantis são, por natureza, essencialmente mutáveis - pois sujeitos às constantes alterações na realidade econômica por eles disciplinada – e será possível concluir que há grande interesse na análise das regras sobre as inúmeras modalidades de agrupamentos entre sociedades empresárias.

Por outro lado, constata-se que a concentração societária está baseada em diferentes (e muitas vezes combinadas) razões de ordem econômica, financeira, gerencial, estratégica e mesmo social. Trata-se de um fenômeno econômico que, em seus motivos e justificativas, muitas vezes escapa ao campo estritamente jurídico.

Cumpre à legislação, especialmente àquela reguladora da atividade empresarial, o fundamental papel de oferecer e disciplinar os instrumentos jurídicos adequados à concretização destas operações de concentração empresarial. Estes institutos, reguladores do movimento de concentração empresarial, são desenvolvidos para tentar fornecer os adequados balizamentos normativos aos diferentes objetivos extrajurídicos inerentes ao movimento concentracionista.

Dada a variabilidade de razões e formas econômicas de concentração empresarial, a gama destes instrumentos jurídicos desenvolvidos para abarcá-las é ampla e se mostra em constante mutação em suas espécies e complexidade.

Note-se também que não há, aprioristicamente, um determinado instituto de concentração empresarial que seja mais eficiente do que os outros. Cada um deles foi

desenvolvido em função de diferentes variáveis e objetivos extrajurídicos inerentes ao movimento concentracionista.

Assim, para cada operação de concentração empresarial concreta é necessário procurar, dentre os diferentes mecanismos jurídicos a ela possivelmente aplicáveis, aquele que de forma mais eficiente possa regular a operação, sempre se levando em conta as variáveis e os objetivos específicos de cada situação concreta.

Esta observação, entretanto, não impede que se possa apontar quais são os principais custos e benefícios inerentes à cada instrumento jurídico destinado à concentração empresarial, de forma a permitir que, diante da situação concreta, se possa optar pelo mais adequado àquela realidade que se pretenda regular.

2 – A Teoria da Empresa e sua relação com os institutos reguladores das operações de concentração ou parceria empresarial

Ao se analisar as atividades de produção ou distribuição de bens e prestação de serviços e, principalmente, a forma pela qual são implementadas no mercado, é possível constatar que elas envolvem e necessitam de uma complexa e organizada teia de recursos economicamente mensuráveis, além de várias transações juridicamente relevantes.

A divisão e especialização do trabalho humano fez com que hoje seja praticamente impensável a produção de algum bem ou a prestação de algum serviço efetuada, do seu início ao seu término, por um único indivíduo, munido apenas dos recursos materiais de sua propriedade.

Ainda que do ponto de vista fático seja possível que um bem ou serviço seja inteiramente produzido ou distribuído exclusivamente por uma pessoa e seus recursos materiais, esta operação econômica se revelará certamente mais eficiente – ou seja, mais lucrativa e menos dispendiosa

- se efetuada a partir do esforço conjunto e dos recursos materiais de diferentes pessoas, cada qual responsável por uma parte da cadeia produtiva.

Assim, a produção ou a distribuição de bens ou serviços é realizada a partir do agrupamento de diferentes fatores que, somados e organizados, permitem sejam implementadas tais atividades. A Economia costuma se referir a tais elementos sob o termo *insumos* ou *fatores de produção*.[3]

Constata-se que a geração de bens e serviços se realiza essencialmente a partir do agrupamento dos recursos naturais e financeiros disponíveis. A estes dois elementos deve-se acrescer a mão-de-obra humana e também os conhecimentos tecnológicos existentes, fatores aptos à otimização e transformação dos recursos naturais e financeiros.

Inegável também que de pouco adiantaria a composição destes quatro fatores produtivos se faltasse o elemento organização. É a partir dele que os quatro outros fatores de produção são combinados de forma harmônica e destinados, todos, a uma mesma finalidade: a produção e circulação de bens ou prestação de serviços.[4]

---

[3] "*Os recursos de produção são também denominados fatores de produção. Eles são constituídos pelas dádivas da natureza (fator terra), pela população economicamente mobilizável (fator trabalho), pelas diferentes categorias de capital (fator capital) e pelas capacidades tecnológicas (fator tecnologia) e empresarial (fator empresarialidade ou organização). (...) Do emprego desses cinco fatores de produção, de sua disponibilidade, de suas qualificações ou capacitações, das formas de sua mobilização e de sua interação resultam os padrões de atendimento das ilimitáveis necessidades individuais e sociais."* ROSSETTI, José Paschoal. *Introdução à Economia*. 20ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2003. Pg. 91.

[4] *"Considera-se que, quando deixados entregues a si próprios, a terra, o trabalho e o capital não produzem nada. Deve haver alguém, um indivíduo ou um grupo de pessoas, que organize estes três factores de modo a que possa haver produção. Alguém tem que decidir: (a) o que produzir (i.e., o tipo de bens ou serviços e a quantidade); (b) como produzir (i.e., os processos de produção); (c) onde produzir (i.e., a localização da empresa). Aquele que toma as decisões e assume os riscos*

A partir da ideia de insumos ou fatores de produção e de seu emprego organizado é possível definir economicamente a empresa (chamada também de capacidade empresarial ou empresarialidade): trata-se da aglutinação e organização dada aos fatores de produção para o exercício de uma atividade destinada à produção ou distribuição de bens ou de serviços.

Neste sentido a empresa é a soma de recursos naturais (fator terra), mão de obra (fator trabalho), dinheiro (fator capital) e conhecimentos técnicos (fator tecnologia) para que, devidamente organizados por uma pessoa física ou jurídica (o empresário), gerem bens ou serviços.

É necessário observar, porém, que o agrupamento harmônico dos fatores de produção ou insumos somente se implementa a partir da realização, pelo empresário, de uma intrincada, mas organizada série de transações[5].

Assim, para obter o insumo trabalho o empresário realiza transações - contratos - com as pessoas dispostas a

---

consequentes designa-se por empresário [*entrepreneur*, no original. A língua inglesa recorre ao termo francês]. *O empresário é o indivíduo que se dedica à produção com o objectivo de obter lucro"*. STANLAKE, George Frederik. *Introdução à Economia*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1993. Pg. 61.

[5] O termo "transações" usualmente empregado em Economia corresponde àquilo que, em Direito, se conhece por relação ou transação jurídica. *"A transação jurídica é um ato pelo qual os indivíduos autorizados pela ordem jurídica regulam juridicamente certas relações. É um fato criador de Direito, pois produz os deveres e direitos jurídicos das partes que participam da transação*" (KELSEN, Hans. *Teoria Geral do Direito e do Estado*. 3ª edição. São Paulo: Martins Fontes, 2000. pg. 199). Toda vez que dois ou mais indivíduos decidem livremente entre si quais os direitos e deveres de um em relação ao outro, temos uma transação, tanto no sentido econômico quanto jurídico. A transação ou relação econômica por excelência é constituída, sob o prisma jurídico, pelo contrato. Assim, sempre que, ao longo do texto, houver referência a transações ou relações jurídicas e econômicas, deve-se remeter à figura do contrato.

fornecer-lhe tal fator de produção (os empregados) e deve estar disposto a recompensar-lhes, por meio dos salários, pelo uso de sua força de trabalho.

Para conseguir o fator de produção capital, este mesmo empresário necessita de entabular transações com o Poder Público, instituições financeiras ou famílias que disponham deste recurso para ceder-lhe mediante uma recompensa, corporificada pelos juros e outros encargos cobrados.

De maneira similar, este empresário, para conseguir a matéria-prima ou a tecnologia de que necessita, deve estabelecer transações com seus fornecedores e remunerá-los por meio do pagamento de preços ou *royalties*. Assim também com qualquer outro recurso economicamente relevante para o exercício de sua atividade de produção ou distribuição de bens ou serviços [6].

Deste modo, se a empresa pode ser economicamente concebida como a organização dos fatores produtivos, deve ser compreendida não apenas como o conjunto composto por terra, capital, trabalho, tecnologia e matérias-primas, mas também como o conjunto das transações jurídicas (contratos) que se deve implementar para organizar e manter em funcionamento tais fatores de produção.

Pode-se assim tomar a empresa tanto como um conjunto organizado de recursos economicamente relevantes (os fatores de produção ou insumos) quanto como o conjunto de transações ou relações jurídicas contratuais destinadas ao constante agrupamento e organização destes mesmos fatores de produção. Na

---

[6] Também o fator terra é obtido por meio de relações jurídicas levadas a cabo entre o empresário que dele necessita e seus titulares. *"O preço do uso de uma parcela de terra, durante um período de tempo, é designado por renda ou, por vezes, renda econômica pura."* SAMUELSON, Paul A. NORDHAUS, William D. *Economia*. 16a edição. Mc Graw Hill. São Paulo. 2001. Pg. 249.

primeira apreensão, têm-se uma visão estática da empresa. Sob a segunda perspectiva, a empresa é vista em funcionamento, em atividade, sendo, por isso, uma visão dinâmica.

Cada fator de produção de que precisa o empresário, para constituir e exercer a empresa, exige a devida recompensa, seja esta na forma de salários, juros, renda, preços ou *royalties*. Estes custos são modalidades de custos de produção, entendidos estes como a retribuição econômica canalizada pelo empresário em favor daquele que lhe forneça um determinado insumo ou fator de produção[7]. É aquilo que o empresário paga em favor do fornecedor de cada um dos insumos que organiza, como contrapartida pela sua utilização.[8]

Os custos de produção não são, entretanto, os únicos com que arca o empresário para devida e legalmente exercer a empresa. Os custos de produção estão ligados aos custos de oportunidade e à remuneração de cada um dos

---

[7] "*Os custos, como todos nós sabemos, são geralmente calculados em termos monetários e incluem salários, rendas, taxas e juros, e ainda os montantes pagos por matérias-primas, combustíveis, energia, transportes, etc.*" STANLAKE. George Frederik. *Introdução à Economia*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1993. Pg. 95.

[8] É verdade, entretanto, que os custos de produção não se restringem ao que paga o empresário a título de salários, rendas, juros e demais recompensas aos fatores de produção agregados por ele. Há ainda o que a Economia conhece por custos de oportunidade, representados por aquilo que o empresário está "deixando de ganhar" se, ao invés de dedicar seu tempo e seus recursos ao exercício da empresa, fosse cuidar de efetuar outro tipo de atividade. Custos de oportunidade são, em essência, aquilo que o empresário deixa de ganhar por exercer a atividade empresarial. Ao optar pela produção ou distribuição empresarial de bens ou serviços, esta pessoa física ou jurídica – o empresário – abdica de outras opções de ganho, as quais são identificadas pelo termo "custos de oportunidade". MANKIW, Gregory. *Introdução à Economia*. 3a ed. São Paulo: Thomson Learning, 2005. Pg. 51. STIGLITZ, Joseph E. WALSH, Carl E. *Introdução à Microeconomia*. Ed. Campus. Rio de Janeiro. 2003. Pg. 31.

fatores produtivos, que representam, como visto, apenas uma faceta da empresa para a Economia (visão estática).

Entendida também como um complexo de transações ou relações jurídicas contratuais, a empresa acarreta para o empresário uma outra ordem de custos, que não podem ser confundidos com os custos de produção.

A implementação das relações ou transações jurídicas necessárias ao exercício da empresa também acarreta em custos próprios, representados pelo valor – em tempo e dinheiro - gasto para planejá-las, efetuá-las e concretizar os seus efeitos.[9]

Foi a partir do estudo da empresa e de sua apreensão não apenas como um conjunto organizado de fatores de produção, mas também como um encadeamento de transações ou relações jurídicas que Ronald Coase lançou[10] a discussão a respeito de um tema que hoje se prova central em se tratando de análise econômica do Direito.

Tal variável é conhecida por custos de transação, que consistem, em absoluta síntese, naquilo que se precisa pagar ou de que se deve abrir mão para constituir, manter, proteger ou transferir os direitos e deveres decorrentes de uma relação contratual[11].

---

9 *"When undertaking a transaction, parties to the transaction must incur several sorts of costs. Ex ante costs are incurred before the transaction takes place. If the transaction is to be governed by a written contract, the contract must be drafted. Whether governed by a contract or simply by verbal commitments, the terms of the transaction must be negociated. Ex post cost are incurred in consummating and safeguarding the deal that was originally struck."* KREPS. David M. *A Course in Microeconomic Theory*. Princeton University Press. New Jersey. 1990. Pg. 743.

10 Foi com o texto "The Nature of The firm", já referido no Capítulo I, que Ronald Coase postulou as premissas fundamentais da concepção de empresa ora apresentada.

11 *"(...) at the microlevel, transaction costs consist of those costs associated within contracting between private parties."* MERCURO, Nicholas. MEDEMA,

O empresário precisa constituir, para o exercício da empresa, uma série de transações jurídicas destinadas a viabilizar a organização dos fatores de produção. A cada fator de produção ele deve remunerar por meio de salários, renda, juros ou preços (custos de produção).

Entretanto, para implementar tais transações – estabelecer as relações jurídicas - destinadas a estipular como vai se efetuar a troca de salário por trabalho, uso de capital por juros, terra por renda, tecnologia por *royalties* e, além disso, garantir que sejam respeitados e protegidos os termos destas mesmas relações, o empresário tem uma outra ordem de custos, os custos de transação[12].

Na outra ponta da cadeia produtiva, resta inegável que o empresário, para viabilizar sua empresa, deve cuidar não somente do preço que recebe por seus produtos ou serviços, mas também do tempo e do dinheiro que leva para, por exemplo, recuperar ou provar judicialmente valores não recebidos, garantir a propriedade, posse e uso

---

Steven G. *Economics and the law – from Posner to Post-Modernism*. Princeton University press. New Jersey. 1999. Pg. 131.

[12] O que se pretende salientar é que, na realização das transações inerentes ao exercício da empresa, o empresário deve arcar com uma série de custos que consistem não apenas no salário pago aos empregados, mas também no tempo e dinheiro que gasta para selecionar e contratar seus prestadores de serviços, negociar o valor dos salários e demais cláusulas contratuais com eles ou cumprir as exigências legais de contratação.

De outro lado, o empresário precisa se preocupar não apenas com o valor dos juros com os quais remunera o prestador do capital, mas também com o tempo e o dinheiro que gasta para contratar o empréstimo, elaborar o acordo ou para exigir que sejam observadas as cláusulas contratuais firmadas; deve atentar não somente para a renda que remunera o proprietário do imóvel no qual se estabelece, mas também para o tempo e o dinheiro que consome na elaboração do contrato de locação ou no exercício de seus direitos de inquilino; ademais, precisa ponderar os dispêndios que tem para garantir a propriedade sobre os fatores de produção que mantêm organizados.

de seus produtos, contratar a forma pelo qual vai transferi-los a terceiros, etc.

Assim, a ideia econômica de empresa, enquanto organização dos fatores de produção, traz consigo os custos de produção – remuneração de cada fator de produção agrupado, somados aos custos de oportunidade – e os custos de transação – dispêndios relacionados não à remuneração dos fatores de produção, mas à implementação das transações ou relações jurídicas pelas quais são aglutinados.

Além dos custos de produção e de transação, o agente econômico – pessoa física ou jurídica – que se dispõe a organizar a empresa arca também com os custos de agência, (*agency costs*), termo que denomina, em síntese, os custos inerentes à minimização dos diferentes conflitos de interesses entre grupos mais ou menos vinculados a uma determinada sociedade empresária[13].

Custos de produção, de oportunidade, de transação e de agência são, portanto, variáveis relevantes para o agente econômico que deseja produzir ou circular bens ou prestar serviços. Em sua atividade, este agente está permanentemente interessado em reduzir qualquer uma destas ordens de custo sem, entretanto, deixar de lado a produção ou distribuição dos bens ou serviços à qual se dedica.

---

[13] Há, com já explicitado no Capítulo XI, os conflitos entre os interesses da maioria e da minoria do capital social, entre os sócios e os administradores da sociedade, entre sócios, gestores e empregados e mesmo entre membros de grupos minoritários ou majoritário de sócios, dentre outros "*Contractual relations are the essence of the firm, not only with employees but with suppliers, customers, creditors, and so on. The problem of agency costs and monitoring exists for all of these contracts, independent of whether there is joint production in their sense; i.e., joint production can explain only a small fraction of the behavior of individuals associated with a firm."* JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics,* October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

Como visto, a pessoa física ou jurídica que pretenda produzir ou fazer circular bens ou serviços tem na empresa uma opção para viabilizar suas atividades, opção esta que implica no agrupamento, sob sua titularidade e organização, dos fatores de produção e acarreta as diversas modalidades de custos acima explicitados.

Há, entretanto, outra forma de se obter os insumos necessários à produção ou distribuição de bens ou serviços. Trata-se da forma descentralizada ou horizontal de organização, alternativa à forma empresarial, marcada pelo aspecto centralizado ou vertical supra descrito.

Assim, ao invés de agregar, sob sua titularidade e organização, os fatores de produção de que necessita, o agente econômico pode, em alternativa, recorrer ao mercado para obter tais insumos, valendo-se de transações econômicas – contratos - pontuais ou específicas para isto.

Veja-se, como exemplo, o fator trabalho: em uma forma empresarial de atividade econômica, o agente organizador – o empresário ou sociedade empresária – contrata, por meio do contrato de trabalho, um ou mais empregados para, sob sua supervisão e coordenação, valer-se de sua mão de obra, em troca dos salários e demais encargos.

Em uma forma não empresarial – dita também horizontal ou descentralizada – de produção de bens ou serviços, o agente econômico organizador buscará no mercado, através de transações contratuais específicas e pontuais, o trabalho de que necessita.

Assim, em vez de contratar um empregado sob as leis trabalhistas, este agente econômico organizador se vale, por exemplo, do serviço de profissionais autônomos, contratados apenas naquele momento necessário e remunerado especificamente pelo trabalho adquirido.

No caso, por exemplo, de matérias primas, o empresário as organiza, em uma estrutura empresarial de produção, por meio de contratos de longa duração,

firmados com seus fornecedores. Já sob a perspectiva descentralizada – não empresarial - tais matérias primas seriam obtidas, por meio de contratos próprios e específicos, sempre e apenas quando fossem necessárias, demandando-se, a cada necessidade, uma nova contratação.

A redução de uma ou mais das diferentes modalidades de custos – de produção, de transação, de oportunidade ou de agência - leva, portanto, ao seguinte *trade off*[14]: agrupar os fatores de produção necessários à geração de bens e serviços em uma estrutura centralizada – agregando-os ao mesmo agente econômico organizador, o empresário – ou descentralizada, quando o fator produtivo é agregado por meio de sua busca no mercado, sem internalização.

Em outros termos, trata-se da escolha entre "fazer" ou "comprar"[15]: agregar o insumo em uma organização empresarial de produção ou obtê-lo, apenas quando necessário, no mercado, por meio de contratos específicos e pontuais. Produzir ou distribuir bens ou serviços sob uma forma hierarquizada ou empresarial de organização ou optar pela obtenção pontual, horizontal ou descentralizada dos insumos, no mercado.

---

[14] *Trade-off* é um termo que se refere ao dilema que uma pessoa ou grupo enfrenta ao ter que escolher entre duas alternativas incompatíveis uma com a outra. "Descansar" ou estudar"? "Poupar ou gastar"?

[15] Segundo Oliver Williamson, a Teoria da Empresa de Ronald Coase enfatiza que empresa e mercado são formas alternativas de obtenção dos insumos necessários à produção de bens ou serviços. A primeira delas – empresa - marcada pela verticalização ou centralização, já que os fatores de produção se sujeitam à organização única, dada pelo empresário. Já a segunda alternativa – mercado - é caracterizada pela obtenção de insumos de forma pontual, por meio de contratos estabelecidos entre o agente econômico que necessita de tais insumos e seu fornecedor. "*In mundane terms, the issue is that of make-or-buy.*" WILLIAMSON. Oliver E. WINTER. Sidney G. (ed.) *The nature of the firm – origins, evolution, and development*. Oxford University Press. 1993. Pg. 4.

Ao decidir pela forma descentralizada de produção ou distribuição de bens e serviços o empreendedor abdica do poder de organizar diretamente os fatores produtivos, sujeitando-se a recorrer ao mercado para obtê-los, sempre de forma pontual, de quem queira fornecê-los.

Assim, preconiza Ronald Coase que a organização empresarial dos fatores de produção existe para reduzir os custos inerentes à busca destes fatores produtivos no mercado. A empresa, como forma centralizada de exercício da atividade econômica, se justifica ao afigura-se como eficiente mecanismo de redução dos custos nos quais incorreria o agente econômico empreendedor se fosse buscar no mercado, de forma descentralizada, os fatores de produção de que necessita para produzir ou fazer circular bens e serviços.

O limite ao porte econômico da empresa encontra-se, então, no momento em que os custos de organização empresarial – ou centralizada - dos fatores de produção torna-se igual ao custo de obtenção de tais insumos no mercado, de forma descentralizada.

Há, portanto, um momento em que uma das opções se torna mais eficiente do que a outra: aumentar a organização centralizada da empresa será menos eficiente, sob o ponto de vista econômico, do que estabelecer relações pontuais com terceiros. Este será, em síntese, o momento em que uma organização empresarial atinge seu máximo de eficiência e quando, se insistir neste modelo centralizado, incorrerá em custos maiores.

Trazendo tais aspectos para o campo do Direito e, mais propriamente, das formas jurídicas de relações entre sociedades empresárias, é possível estabelecer que há institutos de concentração empresarial que se prestam a servir como instrumentos de organização centralizada da empresa.

Neles a operação resulta, ao seu final, em uma atividade empresarial de maior porte, centralizada sob a

direção de um único agente econômico. É o caso das operações de incorporação e fusão, além da formação de grupos de sociedades baseados em uma relação de controle entre as participantes.

Por outro lado, as parcerias empresariais contratuais ou personificadas podem ser vistas como formas de exercício descentralizado da atividade produtiva, já que implicam em relações contratuais entre agentes econômicos diferentes e, principalmente, independentes um do outro, ao menos no aspecto jurídico.

Pode-se, portanto, analisar os institutos principais de concentração ou parceria empresarial – incorporação, fusão, aquisição de controle, formação de grupos de sociedade ou consórcios e parcerias empresariais – sob o prisma do *trade off* fundamental entre "fazer" ou "comprar": aumentar a organização centralizada da empresa, sob a titularidade ou controle de um mesmo agente econômico, ou optar pela busca, no mercado, dos insumos produzidos e organizados por outros agentes econômicos independentes.

3 – As operações jurídicas de concentração e parcerias empresariais sob o prisma do exercício centralizado ou descentralizado da atividade econômica

A sociedade empresária que decida expandir suas atividades enfrenta, inicialmente, a escolha entre as duas opções fundamentais, acima citadas: realizar tal expansão mediante ampliação de seus ativos patrimoniais e objeto social ou expandir-se por meio de sua maior ou menor vinculação a outras sociedades juridicamente independentes[16].

---

16 *"Companies seeking to expand are faced with a choice between internal growth and growth throught mergers and acquisitions."* (GAUGHAN, Patrick A.

Trata-se, em síntese, do dilema básico para o agente econômico em expansão: "fazer ou comprar", que, com já salientado, enfoca o *trade off* entre ampliar os ativos – bens e direitos – próprios ou buscar, em relações contratuais com outros agentes econômicos, os insumos necessários à ampliação de suas atividades e lucros.

A decisão pela opção mais eficiente de crescimento vincula-se essencialmente ao mecanismo de preços, como apontando por Ronald Coase em seu seminal estudo "The nature of the firm"[17]: analisadas as duas opções de crescimento econômico das atividades de uma sociedade empresária, vê-se que a ampliação de objeto e ativos patrimoniais (organização centralizada dos fatores de produção) será mais eficiente até o ponto em que os custos inerentes a esta opção tornem-se iguais aos custos nos quais incorrerá a sociedade se decidir buscar no mercado (através de relações com outras sociedades) os insumos necessários às suas atividades.

Pode-se então concluir que é essencial, para a eficiente definição por uma das duas apontadas opções de crescimento econômico, conseguir mensurar devidamente os custos e riscos inerentes a cada uma destas alternativas[18].

Mergers, acquisitions and corporate restructuring. 3a Edição. John Wiley & Sons, Inc. New York. 2002. Pg. 111)

[17] In: COASE. Ronald. *The Firm, the market and the Law*. The University of Chicago Press. 1990. A literatura sobre o texto é vasta, sendo, porém, particularmente interessante a compilação organizada por Oliver E. Williamson e Sidney G. Winter: WILLIAMSON. Oliver E. WINTER. Sidney G. *The Nature of the Firm: origins, evolution, and Development*. Oxford University Press. 1993.

[18] Sobre as diversas variáveis a serem mensuradas nesta escolha: COASE. Ronald. "Industrial Organization: a proposal for research". *Policy issues and research opportunities in industrial organization*. New York: National Bureau of Economic Research. 1972. 59-73. WILLIAMSON. Oliver E. "The vertical integration of production: Market Failure Considerations". *American Economic Review*. LXI (2), May. 1971. 112-123. DEMSETZ. Harold. ACHIAN. Armen A. "Production, Information

A fixação dos custos de cada uma destas opções pode ser facilitada pela análise comparativa das diferentes modalidades de instrumentos jurídicos reguladores da ampliação das atividades de uma sociedade empresária, seja tal ampliação feita por aglutinação de ativos (centralizada) ou pela interação com outros agentes econômicos independentes (descentralizada).

As já analisadas parcerias empresariais - contratuais ou personificadas - podem ser entendidas como instrumentos jurídicos de ampliação descentralizada das atividades de uma sociedade empresária, pois se configuram, como exposto, em contratos ou pessoas jurídicas estabelecidas entre sociedades empresárias distintas e juridicamente independentes, como meio para viabilizar a mútua colaboração no exercício das atividades de cada uma delas.

Dentre estas parcerias empresariais ou *joint ventures*, há as modalidades de interação exclusivamente contratuais. Nestas, denominadas parcerias empresariais contratuais, não há participação societária recíproca, entre as sociedades contratantes.

São, em princípio, sociedades autônomas uma da outra (às vezes mesmo concorrentes) que se obrigam ao exercício conjunto de determinada atividade ou mesmo tarefa específica, por meio de um contrato típico (como os consórcios de empresas) ou atípico (as chamadas parcerias empresariais contratuais atípicas)[19].

Costs, and Economic Organization". *American Economic Review*. LXII, December. 1972. 777-95. WILLIAMSON. Oliver E. MASTEN. Scott E (org.). *The Economics of Transaction Costs*. Elgar Critical writings reader. 1999.

[19] Pode-se incluir aí também as hipóteses em que as sociedades têm participação minoritária nas outras integrantes da parceria, pois neste caso a relação (e os direitos e deveres das sociedades partícipes) não se direcionam em função da participação societária, e sim do contrato entre elas firmado.

Por outro lado, há as parcerias empresariais ou *joint ventures* personificadas, as quais se consubstanciam com a criação de uma nova pessoa jurídica, composta pelos dois ou mais agentes econômicos – sociedades empresárias – autônomos, mas interessados em mútua colaboração para o exercício de suas respectivas atividades negociais.

Pode-se afirmar que também estas parcerias empresarias personificadas constituem-se em modalidades descentralizadas de expansão econômica. Isto porque as sociedades que decidem valer-se de uma nova pessoa jurídica para estabelecer colaboração econômica entre elas continuam, sob o ponto de vista jurídico, independentes uma da outra, posto que não há qualquer interação de uma sobre o capital da outra. Não há centralização do processo produtivo, pois não se unifica o tomador de decisões e organizador dos fatores de produção.

Ao contrário, a pessoa jurídica por elas instituída e composta serve exatamente para evitar que haja comunhão de riscos e patrimônio entre as criadoras. Trata-se, assim, de um instrumento que permite a uma sociedade buscar no mercado um determinado insumo necessário à expansão de sua atividade, ainda que tal busca seja juridicamente formalizada por meio da criação, com o agente econômico parceiro, de uma nova pessoa jurídica.

Deste modo, tanto as parcerias empresariais contratuais quanto as personificadas revelam-se formas jurídicas de expansão descentralizada das atividades econômicas de uma sociedade, posto que a relação intersocietária não se baseia, em ambos os casos, em mútua participação societária entre as parceiras envolvidas, e sim no acordo de vontades ou pessoa jurídica por elas estabelecida.

Há, por outro lado, as modalidades de concentração empresarial realizadas mediante aquisição de parte do capital de uma sociedade por outra. Tratam-se dos chamados grupos verticais, onde, ao contrário do que se

verifica nas parcerias empresariais contratuais ou personificadas, a operação de concentração empresarial está essencialmente fundada na participação que uma das sociedades detém sobre o capital da(s) outra(s) envolvidas.

Tais grupos - ditos verticais - podem ser classificados conforme o grau de participação de uma das sociedades sobre o capital da(s) outra(s) componentes da operação. Este grau de participação pode ser minoritário, recíproco, majoritário ou mesmo total, quando, pela constituição da sociedade subsidiária integral (arts. 251 e 252 da Lei n. 6.404/76), uma sociedade se torna a única acionista e detentora da totalidade do capital de outra.

Há, nesta classificação, desde a situação em que a participação societária entre os agentes econômicos envolvidos na operação de concentração empresarial é inexistente ou irrelevante até aquela em que tal participação leva à posição de controle (aquisição de controle) ou mesmo completa (sociedade subsidiária integral).

Sejam parcerias empresariais descentralizadas – contratuais ou personificadas - ou grupos de sociedades baseados na relação de controle entre as pessoas jurídicas envolvidas, tem-se em comum a todas o fato de que, sob o ponto de vista jurídico, há independência entre os agentes econômicos envolvidos, pois, em qualquer das modalidades citadas, as sociedades participantes continuam como pessoas jurídicas próprias, cada uma com seus bens, direitos e deveres.

Observe-se, porém, que, sob o ponto de vista estritamente econômico, há relevante diferença, já que as parcerias empresariais entre sociedades sem participação de controle no capital uma da outra representam a ampliação das atividades de cada uma delas por meio da busca no mercado pelos subsídios necessários a tal ampliação. É dizer: as sociedades parceiras são independentes juridicamente e, economicamente, se relacionam de forma

descentralizada, sem a unicidade de decisões que decorreria do poder de controle de uma sobre as outras.

Já nos grupos de sociedade verticais – como aqueles tipificados pela Lei n. 6.404/76 – as pessoas jurídicas participantes permanecem juridicamente independentes, mas, se analisadas sob o aspecto da Teoria da Empresa em Coase, mostram-se centralizadas, já que subordinadas ao controle comum da sociedade de comando do grupo.

Pode-se, então, sintetizar da seguinte forma o que até aqui foi exposto: as parcerias empresariais contratuais ou personificadas são efetuadas entre sociedades juridicamente independentes, posto inexistir entre elas uma relação de controle. Tratam-se, portanto, de modalidades descentralizadas de expansão econômica, já que efetuadas sem a unificação empresarial sob organização única de uma controladora, e sim através do mercado, por meio de relações com outros agentes econômicos autônomos.

Já os grupos de sociedade estabelecidos a partir de uma relação de controle entre as participantes são, sob o aspecto econômico, modalidades de expansão centralizada das atividades das sociedades participantes, uma vez que a organização estará, de fato, economicamente unificada na sociedade de comando.

As sociedades participantes são juridicamente independentes, mas estão economicamente atreladas em torno da organização única, estabelecida pela sociedade de comando, que sobre as outras detém o poder de controle.

Além das parcerias ou grupos horizontais e verticais, há uma última forma de concentração empresarial, a qual difere das já analisadas por resultar, ao final da operação, na extinção de uma ou algumas das sociedades envolvidas. Tratam-se das operações de fusão e incorporação de sociedades.

Nestas duas hipóteses, o grau de envolvimento entre as sociedades chega ao ponto de se extinguir a personalidade jurídica delas, resultando tais operações na

formação de novas sociedades a partir das antes existentes (no caso da fusão) ou na manutenção de algumas, agora acrescidas dos sócios, bens, direitos e obrigações das extintas.

Em operações de fusão ou incorporação opta-se, assim como nos grupos verticais, pela expansão centralizada das atividades sociais, já que efetuada mediante a aquisição direta de mais patrimônio e novos sócios, os quais são oriundos das sociedades incorporadas ou fusionadas.

A diferença essencial é que, no caso de fusões ou incorporações, há a extinção de pessoas jurídicas, ao contrário do que se vê nos grupos verticais, os quais são compostos por sociedades juridicamente autônomas, mas economicamente unificadas sob o controle da sociedade de comando.

As fusões ou incorporações de sociedade são, portanto, operações realizadas por agentes econômicos que desejam, sob o ponto de vista da Teoria da Empresa, expandir suas atividades de forma centralizada, já que unificam ativos, débitos e sócios sob uma única pessoa jurídica, com a extinção das outras envolvidas.

Portanto, nas parcerias empresariais horizontais há autonomia jurídica e descentralização econômica. Nos grupos verticais, tem-se autonomia jurídica, mas centralização econômica. Por fim, em casos de fusão ou incorporação, opta-se pela centralização econômica e também jurídica, posto haver a extinção de sociedades e absorção de seu patrimônio e sócios, seja pelas incorporadoras ou pela pessoa jurídica resultante da fusão.

Como salientado, são modalidades diferentes de operações de concentração empresarial, cada uma destinada ao atendimento de determinados interesses ou objetivos prevalentes na situação concreta. O fundamental é, na medida do possível, procurar quantificar, diante de cada

uma das opções, os custos e benefícios decorrentes, de forma a permitir uma eficiente escolha.

4 – Concentração ou parceria empresarial: apontamentos sobre custos e benefícios de cada uma das opções

A propósito de comparar, em termos de custos e benefícios particulares, os institutos reguladores das parcerias e concentrações empresariais, a primeira questão a ser levantada é: quando incorporar ou fundir-se a outra sociedade, optar pela aquisição de seu controle ou, por fim, valer-se de uma parceria empresarial contratual ou personificada?

Incorporar-se ou fundir-se é, em termos de Teoria da Empresa, optar pela expansão centralizada das atividades, tanto do ponto de vista jurídico, quanto econômico. Adquirir o controle de outra sociedade é, por seu turno, optar por uma expansão economicamente centralizada, mas juridicamente descentralizada.

Por fim, as parcerias empresariais contratuais ou personificadas se apresentam como alternativa jurídica aos agentes econômicos que desejam expandir suas atividades de forma econômica e juridicamente descentralizadas, na medida que se valem de contratos ou pessoas jurídicas como forma de obter, no mercado, de agentes econômicos autônomos, os subsídios de sua expansão.

A parceria empresarial descentralizada – seja contratual ou personificada - implica, em princípio, na combinação de duas organizações empresariais distintas e independentes entre elas, advindo daí a vantagem competitiva decorrente do aproveitamento mútuo de fatores como capacidade gerencial, conhecimento de mercado e credibilidade das marcas envolvidas, dentre outras.

Tais fatores têm especial relevância quando as sociedades participantes da operação colocam seus produtos ou serviços em mercados diferentes. Neste sentido, o vínculo descentralizado ou contratual serve, inclusive, como possibilidade de entrada em mercados de outros países.

A parceria empresarial descentralizada contratual[20] permite ainda que a conjugação de esforços se faça com custos *ex ante*[21] relativamente baixos, pois dispensa as sociedades envolvidas de arcar com parte do capital da(s) parceira(s). Os custos iniciais estão, em princípio, adstritos àqueles inerentes à negociação e formalização do instrumento contratual.

A primeira – e talvez mais relevante - desvantagem competitiva das parcerias empresariais estritamente contratuais e descentralizadas está na relativa fragilidade do vínculo estabelecido entre as sociedades.

Esta desvantagem competitiva decorre, antes de qualquer outro aspecto, da necessidade de sujeitar-se a operação à forma típica de parceria empresarial horizontal (o consórcio de empresas) ou então de submeter tal vínculo aos formatos atípicos de contratos, os quais carecem de regime jurídico bem definido, dadas especialmente a maleabilidade dos instrumentos contratuais e a falta de certeza quanto à aplicabilidade de seus termos[22].

---

[20] Se adotada a parceria empresarial personificada será necessária a integralização do capital da pessoa jurídica criada para formalizar a relação de cooperação.

[21] Chamam-se custos ou riscos *ex ante* aqueles anteriores à formação do contrato ou da operação econômica em questão, enquanto custos *ex post* são aqueles posteriores à constituição do vínculo ou da operação econômica. COOTER. Robert. ULEN, Thomas. *Direito & Economia*. 5a edição. Ed. Bookman. Porto Alegre. Pg. 223.

[22] Há, na doutrina, significativo entendimento no sentido de se equiparar a parceria empresarial contratual atípica às sociedades em comum, o que implicaria a responsabilidade pessoal, ilimitada e

As dúvidas quanto ao regime jurídico da parceria empresarial contratual atípica – e consequente insegurança quanto aos riscos e custos dela decorrentes – advém ainda da própria incompletude dos contratos em geral, feição esta agravada pela natureza relacional dos vínculos desta modalidade[23].

Outra possível – e mesmo provável – desvantagem das relações societárias descentralizadas está na dificuldade em evitar a circulação de informações entre as sociedades partícipes, para além dos estritos limites inerentes ao projeto específico.

A circulação excessiva de informações – que pode chegar mesmo a métodos operacionais ou gerenciais de alta relevância - em relações deste tipo é, em regra, circunstância a ser evitada pelas partes, uma vez que se tratam de sociedades independentes e, muitas vezes, mesmo concorrentes.

As sociedades contratantes, não atreladas uma ao capital social da outra, estão, ao contrário, vinculadas apenas pontual e temporariamente. O risco de que informações gerenciais, negociais e tecnológicas das participantes sejam trocadas em graus que comprometam sua confidencialidade faz com que a possibilidade de maximização dos ganhos, pela colaboração, seja muitas vezes substituída pela estratégia individual de não

---

solidária dos participantes, pelos débitos contraídos em função do empreendimento. Neste sentido, confira: BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 12a edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2010. Pgs. 45 e segs.

[23] Sobre incompletude contratual e contratos relacionais: BAKER. George. GIBBONS, Robert. MURPHY, Kevin J. *Relational Contracts and the Theory of the Firm*. 1997. COOTER. Robert. ULEN, Thomas. *Direito & Economia*. 5a edição. Ed. Bookman. Porto Alegre. Pg. 226 e segs.

cooperação efetiva, o que compromete a sinergia da operação[24].

Há, portanto, o risco de que a parceria empresarial descentralizada – contratual ou personificada – torne-se mais um mecanismo de extração de informações relevantes sobre as atividades negociais da sociedade parceira do que um efetivo instrumento de cooperação no exercício conjunto da empresa.

Por outro lado, os custos com a diminuição deste risco impactam não só sobre a operação em sí – aumento de custos de transação e de agência – mas também no próprio objeto contratado, que deixará de ser eficientemente executado, dada a falta de efetiva cooperação entre a parceiras.

Conclui-se, com relativa tranquilidade, que os grupos ou parcerias empresariais descentralizadas – contratuais ou personificados – são, em regra, mais eficientes que as formas centralizadas de interação societária apenas quando não há intenção de cooperação duradoura no tempo e ampla no objeto, e sim a finalidade de atuação conjunta em empreendimento específico e, na maior parte das vezes, temporário.

Relações de cooperação empresarial de objeto amplo ou relativamente duradouro, quando estabelecidas de forma descentralizada, apenas a partir de uma parceria empresarial contratual ou personificada, tendem a provocar altos custos de transação durante sua execução, além de promoverem o comportamento oportunista e não cooperativo entre os agentes econômicos[25].

---

[24] *"A passagem do tempo entre a troca de promessas e seu cumprimento cria incertezas e riscos. Incertezas e riscos representam obstáculos às trocas e à cooperação". COOTER. Robert. ULEN. Thomas. Direito e Economia.* Ed. Bookseller. Porto Alegre. Pg. 208.

[25] *"Dois fatores influem sobre o comportamento individual, limitando o uso de contratos de longo prazo: a racionalidade limitada e o oportunismo. A racionalidade limitada se refere às dificuldades das pessoas em acumular e analisar a informação*

A interação – ou mesmo predominância - de uma sociedade sobre o capital da(s) outra(s) participante(s) do grupo parece ser inevitável quando se pretende fazer da ação empresarial conjunta e profunda uma constante na relação entre as sociedades envolvidas.

A relação de controle entre as sociedades que decidem juntas expandir suas atividades mostra-se, portanto, como grande elemento redutor do comportamento oportunista das partes, já que agora atuam, do ponto de vista econômico, sob uma direção única, dada pela sociedade de comando do grupo.

A aquisição de controle exige dispêndio financeiro da controladora – para a integralização das ações ou quotas da controlada – mas, ao mesmo tempo, reduz o risco do comportamento oportunista e os conflitos de agência, já que unifica o poder decisório e organizador das atividades comuns na titularidade da sociedade de comando.

As parcerias empresariais descentralizadas são, portanto, mais eficientes quando a relação de cooperação tiver por objeto atividade restrita ou de duração relativamente curta, enquanto a centralização econômica e decisória decorrente do poder de controle se mostra mais eficiente quando se tratar de uma relação que tenha objeto amplo ou duradouro.

Cabe agora aferir, então, quando a centralização econômica e também jurídica se mostra a opção mais eficiente para os agentes econômicos que pretendam expandir suas atividades. Fala-se aqui não apenas na formação de um grupo de sociedades, baseado em uma

---

de modo confiável. Assim, se tiverem a intenção de se comportar racionalmente, as pessoas ficarão restritas pelos limites heurísticos. (...) O oportunismo se torna possível pelas assimetrias informacionais entre as partes. As assimetrias decorrem de revelação incompleta., deformada ou falsificada da informação. Interferem nas capacidades, preferências ou intenções das partes." MACKAAY. Ejan. ROUSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito.* Segunda Edição. Ed. Atlas. São Paulo. Pg. 520/521.

relação de controle entre pessoas jurídicas autônomas, mas na própria fusão ou incorporação delas, com a consequente unificação jurídica e econômica entre as sociedades participantes.

O objetivo é entender o que move um agente econômico a optar pela fusão ou incorporação – expansão centralizada tanto econômica quanto juridicamente - em detrimento de parcerias empresariais descentralizadas ou, mais proximamente ainda, dos grupos de sociedades baseados em uma relação de controle.

Colocando o *trade off* em seus devidos termos: comprar, no mercado, de um agente econômico juridicamente autônomo (parcerias empresariais contratuais ou personificadas), concentrar o poder decisório sobre sociedades juridicamente autônomas (grupos de sociedade baseados em relação de controle) ou, por fim, agregar ativos, sócios, bens e direitos de outras sociedades sob sua titularidade, com a extinção das outrora titulares de tais insumos.

Uma primeira e válida conclusão se refere ao objeto ou insumo buscado através da cooperação com outras sociedades. Se a cooperação empresarial tem por objeto um determinado bem ou serviço que seja fornecido em um mercado perfeitamente competitivo – ou algo próximo dele - a sua obtenção no mercado, através de parcerias empresariais contratuais – descentralizadas, portanto – se mostra mais eficiente.

> É por exemplo, o mercado de pães. Seu modelo de mercado é muito próximo do que se pode chamar de perfeitamente competitivo. O produto é o mesmo, seus fornecedores são vários e incapazes de fixar, sozinhos, o preço do produto, que é dado pelo mercado.
>
> Assim, uma sociedade empresária que, ao expandir suas atividades, decida contratar mais empregados e, por consequência, necessite de maior quantidade

> de pães para o lanche de seus funcionários, depara-se com a seguinte escolha: buscar este subsídio no mercado – "comprar" – ou "fazê-lo", sob sua responsabilidade e titularidade.
> Por tratar-se de um produto fornecido em um mercado perfeitamente competitivo, o preço é dado pelo mercado, não pelo produtor do bem. Desta forma, se aquela sociedade decidir fazer seus próprios pães, não conseguirá, com isso, valor menor do que o encontrado no mercado, onde os produtores ganham em escala de produção, dada sua especialização.
> Trata-se, assim, de um insumo fornecido em mercado perfeitamente competitivo e cuja aquisição não implica em relação contratual de grande amplitude na troca de informações, o que facilita a cooperação. Deste modo, para aquela sociedade, é mais eficiente comprar os pães na padaria da esquina do que adquirir o controle societário de uma ou, pior, incorporá-la[26].

O insumo buscado é oferecido em mercado perfeitamente competitivo, o que significa que seu preço é fixado pelo mercado, e não pelos produtores individualmente considerados. Esta circunstância colabora também para a relativamente fácil substituição do parceiro,

---

[26] Exemplo similar é encontrado na obra de Robert Pindyck e Daniel Rubinfeld, baseado na hipotética fabricante de motores chamada *Race Car Motors*: "*Suponhamos que haja um mercado competitivo para os motores que ela fabrica e utiliza em seus automóveis. Se o preço de mercado for baixo, a empresa talvez queira adquirir uma parte ou a totalidade de seus motores no mercado exterior a ela; se, ao contrário, for alto, ela talvez queira vender no mercado os motores que produz. (...) Pode parecer estranho que a Race Car Motors tenha de adquirir motores no mercado competitivo, quando é capaz de produzi-los. Entretanto, se ela produzisse todos os motores, o custo marginal para produzi-los seria mais elevado do que o preço no mercado competitivo".* PINDYCK. Robert. RUBINFELD. Daniel. *Microeconomia*. 8ª edição. Ed. Pearson. São Paulo. 2013. Pg. 440/441.

em caso de divergência ou descumprimento dos termos contratuais estabelecidos.

Além disso, a obtenção deste insumo exigirá mínima troca de informações entre o seu fornecedor e o adquirente, minimizando assim os riscos do supra apontado comportamento oportunista, capaz de comprometer a cooperação entre os parceiros.

Obtenção de produto ofertado em mercado perfeitamente competitivo, somado à pouca amplitude e profundidade da relação de cooperação levam à vantagem competitiva das parcerias empresariais descentralizadas – especialmente as contratuais - sobre aquelas pautadas em uma relação de controle ou na fusão ou incorporação entre os parceiros.

No extremo oposto está a cooperação empresarial que tenha por objeto um bem ou serviço monopolisticamente fornecido por um dos agentes econômicos envolvidos. Nesta hipótese, a internalização dele – com a aquisição de controle, incorporação ou fusão de seu produtor – revela-se mais eficiente, pois impede que os concorrentes passem a ter acesso àquele insumo.

Veja-se, por exemplo, o caso de uma sociedade empresária titular de uma marca de notável credibilidade ou que tenha desenvolvido um bem de grande inovação tecnológica, protegido pelas leis de patentes: a internalização deste insumo – a marca ou o produto desenvolvido – mostra-se mais eficiente, pois cria em torno deste insumo um poder monopolístico, o que permite fixação do preço ou definição de atuação no mercado.

Em sua, internaliza-se – por meio de aquisições de controle, fusões ou incorporações - aquilo que é caro no mercado, ou seja, algo que é fornecido em um mercado que tende ao monopólio ou, ao menos, que não seja

perfeitamente competitivo[27]. Por outro lado, busca-se no mercado – de forma descentralizada – aquele bem ou serviço oferecido por um mercado competitivo, no qual inexistem formadores de preço.

Redução de comportamentos oportunistas, maior ou menor fungibilidade do insumo buscado com a cooperação não são, entretanto, as únicas variáveis relevantes na decisão entre a expansão econômica centralizada ou descentralizada. Há ainda a gestão dos custos de produção, os quais se referem, como antes já salientado, à remuneração dos fornecedores de cada um dos insumos necessários à produção de bens ou serviços.

Reduzir custos de produção significa, no caso do fator trabalho, conseguir, com a cooperação empresarial, melhor organização da mão de obra, otimização do tempo e das habilidades específicas de cada empregado, além do ganho de escala proporcionado pelo maior número de trabalhadores.

No caso do fator de produção capital, a redução de seu custo está, por exemplo, na ampliação dos ativos patrimoniais que possam ser oferecidos em garantia dos credores, os quais se tornariam, ao menos em princípio, mais suscetíveis de oferecer novos empréstimos ou financiamentos em condições mais atrativas.

Quanto ao fator matéria prima, a redução de seu custo se mostra em situações nas quais as sociedades empresárias parceiras ganhariam em poder de compra – capacidade de aquisição de maior número de produtos – e, portanto, em maior poder de barganha com os fornecedores.

---

[27] *¨The most importante single atribute tha is responsible for bilateral dependency, which is the contracting condition that is fundamentally responsible for vertical integration, is the condition os asset specificity"*. WILLIAMSON. Oliver E. Mergers, acquisitions, adn leveraged buyouts: na efficiency assessment. (In:) BEBCHUK. Lucian Arye (coord.) . *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press. 1990. Pg. 5.

A troca de experiências e conhecimento entre as sociedades empresárias partícipes da cooperação pode também, se bem organizada, ampliar o potencial de desenvolvimento de novos produtos entre as sociedades partícipes, contribuindo para a otimização do fator tecnologia.

Não se pode esquecer, por fim, dos aspectos tributários destas diferentes opções. A forma jurídica como estruturada a cooperação empresarial tem, em regra, o poder de produzir significativos impactos sobre os tributos devidos pelas sociedades empresárias partícipes, evidente e inegavelmente reduzindo os custos de produção.

Veja-se, a seguir, duas matérias que ajudam a ilustrar as ponderações apresentadas:

POR QUE A APPLE FABRICA O IPHONE NA CHINA

"Quase todos os 70 milhões de iPhones e 30 milhões de iPads vendidos em 2011 foram fabricados fora dos Estados Unidos, principalmente na China. O porquê disso tem conexão com a mão de obra chinesa mais barata, sim. Mas há outros motivos para grandes companhias como a Apple preferirem fabricar seus produtos em outro lugar que não o território americano, como mostra reportagem publicada pelo New York Times.

Um deles é o fato de a maioria dos fornecedores da empresa de Steve Jobs estar localizada na China. Trazer a produção dos aparelhos da Apple para os Estados Unidos criaria grandes desafios na logística — como tornar viável a fabricação de aparelhos em uma cidade americana se quase todos os seus componentes estão a meio mundo de distância? Isso seria também um empecilho para a troca de fornecedores chineses, o que a empresa hoje faz com certa flexibilidade na China.

O porte das fábricas chinesas, hoje maiores e bem mais ágeis que as americanas, é outro motivo para continuar a produção fora de casa. Um ex-executivo da Apple conta que, poucas semanas antes de o iPhone ir para as prateleiras, em 2007, a companhia redesenhou a tela do dispositivo, forçando a revisão da montagem do aparelho, segundo o NYT. Assim, na China, o chefe dos operários teria acordado 8 mil deles, que dormiam em seus quartos dentro da fábrica.

"Cada empregado recebeu um biscoito e uma xícara de chá, foi conduzido à estação de trabalho e, em menos de 30 minutos, eles começaram um turno de 12 horas, encaixando as telas de vidro no aparelho", relata o jornal. Em 96 horas, a planta produziu no ritmo de 10 mil iPhones por dia.

A grande agilidade se soma à habilidade técnica de engenheiros chineses, a qual satisfaz a montagem complexa dos aparelhos, mas não é tão qualificada a ponto de justificar um alto salário.

O movimento da produção em direção ao exterior preocupa os Estados Unidos, segundo economistas ouvidos pelo NYT. Afinal, essa seria uma causa da dificuldade que o país enfrenta para criar postos de trabalho para a classe média.

Custo

Fabricar um iPhone nos Estados Unidos custaria US$ 65 a mais que na China, onde a estimativa de custo de produção é de US$ 8. Isso minimizaria o lucro da Apple, apesar de não eliminá-lo. (O preço médio de venda do iPhone é de US$ 600, o que rende margem bruta de cerca de 40% à Apple, calcula o Business Insider. Assim, o lucro bruto da Apple com cada iPhone é de aproximadamente US$ 250, segundo o site.).

Fonte: estadao.com.br - Adaptado pelo Site da Logística.
http://www.sitedalogistica.com.br/products/por-que-a-apple-fabrica-o-iphone-na-china-/. Consultado em 02/05/2016.

QUANTO CUSTARIA O IPHONE 100% AMERICANO DE DONALD TRUMP?

Soube da mais nova ideia do candidato à presidência dos EUA Donald Trump para tornar a nação imperiosa novamente? Forçar a Apple a fabricar seus produtos nos domínios norte-americanos.

Durante discurso na Liberty University, em Virgínia, Trump disse que faria com que a Apple fabricasse seus "malditos computadores e coisas neste país no lugar de outros".

Ele não especificou como faria isso, mas seu raciocínio é bem claro: ele prefere que empresas norte-americanas fabriquem produtos como o iPhone e a Apple TV nas próprias terras, não na China, país que, segundo o próprio, está roubando empregos do seu povo.

Mas fica aqui a questão: quanto custaria um iPhone 100% norte-americano e o que seria necessário para ter um?

"Já falamos sobre isso antes", me disse ao telefone Wayne Lam, analista de eletrônicos de telecomunicação na empresa de pesquisas IHS Technology (A IHS é a empresa que desmonta iPhones para calcular quanto custam para a Apple. O iPhone 6s Plus, vendido por US$ 749, tem custo estimado de fabricação de US$ 236). "Seria loucura enviar peças da Ásia para os EUA. Criaria uma camada de complexidade extra no processo de fabricação num tempo em que tudo é muito mais acessível na Ásia."

Esses componentes made in Asia incluem telas, memória e cases, disse Lam (Trump não especificou se forçaria a Apple a montar os iPhones nos EUA, ou se forçaria a Apple a montá-los nos EUA com apenas peças norte-americanas, o que seria impossível sem virar de cabeça para baixo a cadeia global de suprimentos para eletrônicos).

Para estimar quanto um iPhone 100% americano custaria aos consumidores, liguei para Kyle Wiens, CEO dos especialistas em reparo de eletrônicos iFixits.
"Fabricar produtos da Apple nos EUA não é impossível, é uma questão dos consumidores estarem dispostos a pagarem mais por eles", disse ao telefone.
Com alguns cálculos simples, Wiens disse que os consumidores poderiam pagar por volta de US$ 50 a mais por um iPhone montado nos EUA.
Isso porque muitos dos trabalhadores chineses ganham "pouco mais que o salário mínimo, cerca de US$ 270 mensais na China, um quarto do salário mínimo americano", de acordo com a "The Economist". Essa diferença tem de sair de algum lugar e de forma alguma sairia dos cofrinhos (recheadíssimos) da Apple.
"Não se montaria tudo aqui na calada da noite", disse Wiens. "Mas se começasse devagar e 10% do processo mudasse para os EUA por ano, logo a Apple teria uma porcentagem significativa dos seus produtos fabricados nos EUA –supondo que Tim Cook e seus parceiros topassem pagar maiores salários."
A Apple talvez tenha dado a largada meses atrás ao começar a montar o Mac Pro nos EUA.
Claro, se Trump for eleito presidente e conseguir impor uma tarifa de 45% em tudo que vier da China, como ameaçou fazer, isso mudará dramaticamente as contas feitas pela Apple. Se custará à empresa 45% a mais trazer seus aparelhos para os EUA, então talvez faça sentido montá-los localmente (caso do Brasil, com suas elevadas taxas).
Perguntei então à IHS sua opinião sobre políticos que querem cantar de galo com essa conversinha de trazer empregos de volta para os EUA: é só papo ou os EUA estão prestes a voltarem às suas raízes industriárias?
"Temos uma economia global, penso que você tem de aceitar e lidar com isso", disse Dan Panzica, analista de terceirização de serviços e fabricação da IHS, ao telefone.
Panzica, ex-diretor de qualidade e engenharia da Foxconn, relembrou um incidente ocorrido há quatro ou cinco anos em que a companhia conseguiu enviar 1.000 operários pela China em poucos dias sem impacto negativo nos negócios. "Você consegue imaginar o governador de Michigan falando 'Preciso de mil operários em Detroit na sexta?'", perguntou.
Não é a primeira vez que um político implorou à Apple que leve suas fábricas para os EUA. De acordo com o "The New York Times", o presidente Obama perguntou a Steve Jobs em fevereiro de 2011 por que a Apple não poderia fabricar o iPhone nos EUA.
Sua resposta: "Aqueles empregos não voltarão".
http://m.folha.uol.com.br/tec/2016/01/1732422-quanto- custaria - o -iphone-100-norte-americano-de-donald-trump.shtml. Consultado em 04/05/2016.

Tem-se, no exemplo, sinteticamente apresentados alguns dos aspectos levantados sobre a opção fundamental

entre expandir suas atividades de maneira centralizada – por meio da empresa – ou descentralizada – através do mercado.

A *Apple* busca, por meio de parcerias empresariais descentralizadas – contratuais ou personificadas – os insumos de que precisa e que são disponibilizados em mercados perfeitamente competitivos.

Note-se, na reportagem, a ênfase dada à facilidade de substituição dos fornecedores dos insumos que ela emprega na fabricação de seus produtos. Além disso, estas parcerias estabelecidas com tais fornecedores estrangeiros implicam em pouquíssima troca de informações, minimizando o risco de comportamento oportunista.

Lado outro, vê-se que os insumos monopolísticos ligados a fabricação do produto – como as patentes e aplicativos utilizados – encontram-se jurídica e economicamente unificados sob a titularidade da sociedade empresária, configurando forma empresarial ou centralizada de exercício da atividade econômica.

Redução de custos de produção e o formato do mercado no qual são fornecidos os insumos buscados através da cooperação são, em síntese, a essência da decisão na escolha pelo formato jurídico da relação intersocietária.

CAPÍTULO XV

Dissolução parcial de sociedade e apuração dos haveres de sócio

1 – Dissolução parcial de sociedade: caracterização

Dissolução parcial de sociedade refere-se a qualquer evento que provoque a extinção da relação societária em relação a um ou alguns dos membros sem, entretanto, afetar sua continuidade no que se refira aos demais integrantes[1].

É o rompimento do contrato de sociedade em relação a um dos sócios, com a sua manutenção entre os demais e, principalmente, permanência da pessoa jurídica criada e da atividade à qual ela se dedica.

A dissolução parcial da sociedade é um gênero do qual são espécies o direito de retirada ou recesso societário, a exclusão de sócio e, dependendo da solução aplicada, também o falecimento de sócio e a penhora de suas quotas.

Com suas evidentes e relevantes peculiaridades, todos se aplicam tanto às sociedades anônimas quanto às limitadas, razão pela qual se passa à abordagem de cada uma destas modalidades em ambos os modelos societários.

---

[1] Se é correto afirmar que as formalidades de constituição representam o início da existência da pessoa jurídica e, lado outro, a sua dissolução total significa seu encerramento, a dissolução parcial pode ser entendida como o recomeço da sociedade, que, embora alterada – muitas vezes de forma radical – em seu grupo de sócios, se reestrutura juridicamente para continuar no exercício de seu objeto.

2 - O recesso societário

O recesso ou direito de retirada é a modalidade de rompimento - ou dissolução - parcial dos vínculos societários na qual um sócio manifesta, baseado em causa prevista em dispositivo legal ou nos atos constitutivos, a vontade de abandonar a sociedade.

Rompe-se, em relação a um dos sócios e por vontade dele, o vínculo societário, que, ao mesmo tempo, será preservado, no que se refere aos demais membros. Trata-se, portanto, do que se pode chamar de modalidade voluntária de dissolução parcial de sociedade, a qual está hoje consagrada expressamente tanto na Lei n. 6.404/76 quanto no Código Civil[2].

É possível, desde logo, apontar duas características do recesso societário presentes tanto no que se refere às sociedades anônimas quanto no que diz respeito às limitadas. Tais características auxiliam a compreensão geral do instituto e, por isso, merecem referência.

A primeira delas está na constatação de que o direito de se retirar da sociedade deve estar necessariamente amparado em hipótese prevista em lei ou nos atos constitutivos da sociedade. O recesso societário não é um direito que o sócio pode exercer de maneira infundada ou

---

[2] No Brasil a admissão do recesso societário ocorreu inicialmente por via do artigo 15 do Dec. 3708/19, regulador das sociedades por quotas de responsabilidade limitada. *"Provém o artigo 15 do Dec. 3708/19 do parágrafo 3º do art.41 da lei portuguesa de 1901, introdutora das sociedades por quotas no direito português. Esta se inspirou no artigo 158 do Código Comercial italiano de 1882 que, por sinal, repetiu o artigo 159 do Código de 1865 - artigo que primeiro regulou, no direito societário em geral, o direito de recesso"* MARTINS, Fran. Retirada de Sócio por permissão contratual e apuração de Haveres, em Novos Estudos de Direito Societário. Ed. Saraiva, São Paulo, 1987, pg. 232

incondicionada[3]. Ao contrário, esta manifestação deve ser acompanhada de seu fundamento legal ou contratual e precisa atender às eventuais condições estabelecidas para seu exercício.

A segunda característica do recesso societário está na natureza unilateral da declaração que o exige. A manifestação do sócio no sentido de se retirar da sociedade não precisa, para que possa produzir efeitos, de aceitação pelos demais componentes do contrato social ou mesmo de apreciação judicial.

Deste modo, se fundada em causa elencada expressamente em lei ou nos atos constitutivos, o recesso constitui-se em declaração receptícia de vontade, a qual se efetiva assim que a sociedade e os outros sócios dela tomam ciência[4].

Assim, o recesso societário depende, para sua validade, de amparo em previsão legal ou contratual, mas, por outro lado, não se subordina, se fundamentado, à anuência dos sócios remanescentes, bastando a comprovação de que a sociedade tenha sido cientificada da vontade do sócio retirante.

Em se tratando das sociedades limitadas, o único dispositivo específico sobre o recesso societário é o art. 1. 077 do Código Civil, que elenca como fundamentos para o pleito do sócio a deliberação que modifique cláusula do

---

[3] Admitir que um sócio possa, a qualquer tempo e por sua mera decisão pessoal, infundada e incondicionada, exigir o rompimento parcial do contrato social fragiliza excessivamente uma relação jurídica como a de sociedade, a qual depende, regra geral, de certo grau de perenidade e estabilidade.

[4] *"Mediante declaração unilateral de vontade, o sócio dissidente de uma deliberação social pode, nos casos expressamente previstos em lei, desligar-se de sociedade, obtendo o reembolso do valor de suas cotas ou ações."* COMPARATO. Fábio Konder. Valor de reembolso no recesso acionário. Revista dos Tribunais. V. 563. São Paulo. Pg. 42.

contrato social ou aquela que aprove a participação da sociedade em procedimentos de fusão ou incorporação.

A regra do art. 1. 077 do Código Civil é explicita ao exigir que o sócio postulante de sua retirada tenha expressamente manifestado seu voto em sentido contrário à deliberação por ele invocada para deixar a sociedade. Portanto, só os sócios dissidentes na assembleia ou reunião que aprovou a alteração do contrato social ou a participação em procedimentos de fusão ou incorporação podem pleitear, em virtude da aprovação desta medida, seu recesso ou retirada da sociedade[5].

É, tanto sob o aspecto jurídico quanto lógico, inadmissível que o sócio possa manifestar sua vontade em favor da alteração no contrato social ou da participação da sociedade em procedimento de fusão ou incorporação e possa, depois, postular sua retirada do empreendimento pela aprovação da medida em questão.

Além disso, fixou o art. 1. 077 o prazo de 30 (trinta) dias para que o sócio dissidente da deliberação referente a fusão, incorporação ou alteração do contrato social emita sua declaração unilateral de vontade no sentido de exercer sua retirada do empreendimento[6].

Ainda em se tratando de recesso societário - abandono voluntário da sociedade, pelo sócio – necessária também referência ao art. 1. 029 do Código Civil, regulador das Sociedades Simples, mas que, segundo parte da doutrina, aplicar-se-ia subsidiariamente, em não havendo

---

[5] Modesto Carvalhosa entende, de forma análoga ao que se verifica nas sociedades anônimas, que os sócios ausentes na deliberação que fundamenta o pedido de recesso possam também pleiteá-lo. CARVALHOSA. Modesto. *Comentários ao Código Civil – Parte Especial – Direito de Empresa*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 246/247.

[6] Acerta o legislador ao fixar tal prazo, de modo a evitar que a sociedade, se deliberar sobre as matérias ensejadoras do direito de recesso, fique permanentemente sob a possibilidade de se sujeitar a eventual pedido de saída de um de seus membros.

disposição contratual em sentido contrário, também às sociedades limitadas[7].

Isto significa que as sociedades limitadas submetidas, por decisão dos sócios – e com base no permissivo do art. 1.053 do Código Civil – à regência subsidiária pelas normas da Sociedades Simples (arts. 997 a 1.038 do Código Civil) estariam sujeitas também às hipóteses de recesso societário previstas pelo art. 1.029 ora mencionado. Em outras palavras: as sociedades limitadas regidas subsidiariamente pelas normas das Sociedades Simples estariam sujeitas às hipóteses de direito de retirada previstas pelos arts. 1. 077 e 1.029 do Código Civil[8].

O art. 1.029 do Código Civil prevê expressamente a possibilidade de recesso imotivado em sociedades constituídas por prazo indeterminado[9], de modo análogo

---

[7] LANA. Henrique Avelino. *Dissolução Parcial nas Sociedades Limitadas*. Arraes Editores. Belo Horizonte. 2012. Pgs. 110 e segs. COELHO. Fábio Ulhôa. *A Sociedade Limitada no novo Código Civil*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 102. Em sentido contrário está o entendimento de Alfredo de Assis Gonçalves Neto: *"Em verdade, as normas do art. 1.029 e 1.077 têm campos de aplicação distintos: há regra específica dispondo sobre o direito de retirada na sociedade limitada de modo diverso daquele enunciado no disciplinamento das sociedades simples, aplicável, apenas subsidiariamente, às sociedades que não contenham disposição diversa. E o art. 1.077 não faz distinção entre espécies de sociedades limitada para aplicar-se, exclusivamente, a uma delas"*. GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. Pg. 373.

[8] *"A existência de duas previsões no Código Civil criou alaridos doutrinários. Uma interpretação literal e sistemática levaria à conclusão de que o art. 1.029, relativo às sociedades simples, não seria aplicável às sociedades limitadas porque há o art. 1.077, e a subsidiariedade só teria cabimento em caso de lacuna. O problema é que a aplicação ampla do art. 1.077 restringiria o direito de retirada para todas as limitadas a apenas três hipóteses incomuns, aprisionando indefinidamente e promovendo crises políticas"*. NUNES. Marcelo Guedes. Dissolução Parcial na Sociedade Limitada. (IN) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. pg. 231.

[9] *"Neste caso* [art. 1.029 do Código Civil] *desejando* [o sócio] *sair, é-lhe deferido o direito de retirada, a ser exercido por meio de simples notificação, da qual*

ao que se passou a admitir, antes da entrada em vigor do Código Civil de 2002, com fundamento no antigo art. 335, V do Código Comercial de 1850[10].

A única exigência que o art. 1.029 do Código Civil faz ao sócio que exerce, na sociedade constituída por prazo indeterminado, seu direito de recesso é que esta decisão seja notificada aos demais integrantes, com antecedência mínima de 60 (sessenta) dias[11].

Esta acolhida de direito de recesso imotivado em sociedades constituídas por prazo indeterminado pode ser vista como aplicação do princípio segundo o qual não se admite contratos "eternos", combinado com a necessidade de se preservar a empresa contra as eventuais divergências entre seus sócios[12].

---

não é exigido que conste qualquer motivo ("denúncia vazia"). Esta é a situação que abre ao sócio a possibilidade de retirar-se da sociedade quando ocorre a quebra da affectio societatis em relação aos demais, pois a crise do relacionamento entre os sócios em si mesma não gera tal direito". VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial – Sociedades*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2014. Pg. 224.

10 Sobre a evolução interpretativa da dissolução parcial de sociedade com base no art. 335, V do Código Comercial de 1850: BARBI FILHO. Celso. *Dissolução Parcial de Sociedade Limitada*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2006.

11 Como já ressaltado, esta notificação se presta a dar *ciência* aos demais membros e não a obter a sua *anuência* à manifestação de vontade do sócio retirante.

12 Se a sociedade for por prazo determinado o recesso não pode, com fundamento no art. 1.029, efetuar-se imotivadamente, sendo, ao contrário, necessário que o sócio baseie seu pedido em "justa causa", termo que se refere ao cumprimento das obrigações dos sócios para com a sociedade e vice-versa.

Assim, para que o sócio de uma sociedade por prazo determinado possa pleitear o recesso societário, com base no art. 1.029 do Código Civil, é preciso demonstrar que o contrato social não está sendo devidamente cumprido, ao menos com relação a ele.

Se a relação societária não tem data para se encerrar é preciso, segundo tais fundamentos, facultar ao sócio o direito de rompê-la a qualquer tempo, sem, entretanto, comprometer a continuação do contrato social e da pessoa jurídica entre os demais integrantes.

Já nas sociedades constituídas por prazo determinado – de notória minoria - as preocupações acima não são tão evidentes, pois relação societária já tem, em princípio, seu momento de encerramento, cabendo aos sócios respeitarem seus direitos e obrigações até tal data.

Por isso, o mesmo art. 1.029 do Código Civil estabelece que, em caso de sociedade constituída por prazo determinado, o recesso somente se valida uma vez comprovada, em ação judicial própria, "justa causa", a qual deve ser tomada como eventual descumprimento dos direitos legais ou contratuais do sócio retirante[13].

Não se pode deixar de salientar que a excessiva liberalidade do texto do art. 1.029 do Código Civil torna, na prática, "letra morta" seu art. 1. 077, ao menos no que diz respeito às sociedades limitadas constituídas por prazo indeterminado e cujo regime jurídico subsidiário seja as normas das sociedades simples.

Isto porque o sócio de uma sociedade limitada constituída por prazo indeterminado e cujo regime jurídico subsidiário seja as regras da sociedade simples pode deixar o empreendimento por mera notificação aos demais, com a antecedência mínima de sessenta dias e com fundamento no art. 1.029 do Código Civil, não precisando, portanto,

[13] O direito de retirada será válido, nas sociedades constituídas por prazo determinado, apenas se motivado e pleiteado judicialmente, o que vai em sentido praticamente oposto ao que se viu nas sociedades por prazo indeterminado, onde o direito de recesso é imotivado e extrajudicialmente efetuado.

aguardar a ocorrência de alguma das hipóteses do art. 1.077[14].

Apesar disso, a preocupação em, por um lado, garantir ao sócio quotista o direito de deixar a sociedade criada por prazo indeterminado e, por outro, preservar a empresa das divergências entre seus integrantes, tem prevalecido.

Deste modo, o texto do art. 1.029 do Código Civil acaba por ser, atualmente, estendido a todas as sociedades limitadas, independentemente de qual seja o seu regime legal subsidiário[15], o que consagra, na prática, o direito de recesso como modalidade voluntária, imotivada e extrajudicial de dissolução parcial de sociedades limitadas.

Nas sociedades anônimas o direito de recesso encontra-se disciplinado no art. 137 da Lei n. 6.404/76 e guarda, como ressaltado, vários pontos de identidade com

---

[14] Tal interpretação pode levar ao comportamento oportunista do sócio, que, diante da primeira divergência interna, "ameaça" os demais com o pedido dissolutório, de forma a "obrigá-los", por exemplo, a adquirir suas quotas ou tomar decisões conforme sua vontade.

A relação societária é séria e cria expectativas em relação não apenas aos sócios, mas a terceiros em geral. Uma vez constituída por prazo indeterminado, somente pode ser rompida se alterados os termos do ato constitutivo, com prevê o art. 1.077 do Código Civil. No mais, deve ser honrado o empreendimento iniciado. Se o sócio deseja reservar-se o direito de sair a qualquer tempo, tal previsão deve conter no contrato e não apenas contar com a aplicação subsidiária das regras sobre sociedades simples, o que, por si só, já é de discutível admissão, dada a existência de regra própria (art. 1. 077) sobre o recesso nas sociedades limitadas.

[15] *"A prática jurídica, no entanto, vem reconhecendo a instabilidade do vínculo como inerente a todas as sociedades limitadas. Com isso, os quotistas de uma sociedade limitada de prazo indeterminado sempre terão direito de retirada imotivada, ainda que o seu contrato social contenha cláusula prevendo aplicação subsidiária da Lei das Sociedades Anônimas".* NUNES. Marcelo Guedes. Dissolução Parcial na Sociedade Limitada. (IN) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial. Vol. II.* Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 231.

o seu regramento no Código Civil, a começar pela necessidade de basear-se deliberação da sociedade capaz, por previsão legal expressa, de conferir tal direito aos sócios divergentes.

A origem do direito de recesso, nas sociedades anônimas, está em uma deliberação da Assembleia Geral de Acionistas. Se este órgão delibera e aprova alguma das matérias referidas no art. 137 da Lei n. 6.404/76, os acionistas que não concordaram com tal aprovação terão o direito de retirar-se da companhia, dada a gravidade ou direto reflexo da deliberação sobre o interesse deles[16].

O direito de recesso nas companhias é, portanto, modalidade de saída voluntária do acionista, decorrente de sua divergência[17] quanto à aprovação, pela Assembleia Geral de Acionistas, de alguma das matérias expressa e especificamente enumeradas pelo art. 137 da Lei n.

---

[16] Para bem compreender o direito de recesso – tanto no Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76 – deve-se entender que ele está legalmente consagrado para permitir ao sócio que discorde de uma deliberação tomada pelos demais membros, o direito de afastar-se da sociedade.

Por outro lado, a necessária estabilidade das relações societárias não se sustentará se, por qualquer discordância, ainda que insignificante, o sócio puder retirar-se. Assim, apenas naquelas deliberações elencadas por lei – e que, pressupõe-se, sejam mais sérias – confere-se ao divergente o direito de saída voluntária.''*Tomada a decisão pela maioria das ações votantes, às demais ações (e seus titulares) não resta senão se conformar, permanecendo na sociedade, ainda que insatisfeitas. Existem, contudo, determinadas decisões, constantes de um rol de numerus clausus, que, por alterarem sensivelmente a estrutura ou a vida da sociedade, geram para os dissidentes o direito de se retirarem da companhia, exigindo que esta lhes reembolse o valor de suas ações. Esse é o direito de retirada ou de recesso, disciplinado no art.137''*. CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Editora Del Rey. Belo Horizonte. 2005. Pg. 157.

[17] Ao contrário do art. 1. 077 do Código Civil, o art. 137 par. 2º da Lei n. 6.404/76 é expresso ao estender o direito de recesso àquele acionista que não tenha comparecido à Assembleia Geral que aprovou a matéria motivadora do pedido de retirada ou que, embora presente, tenha se abstido de votar.

6.404/76. São elas: a criação ou alteração significativa - e sem prévia autorização estatutária - na estrutura das ações preferencias da companhia[18]; a redução do dividendo obrigatório; a participação da companhia em cisão, fusão, incorporação, ou grupos de sociedades[19]; a mudança de objeto social; a cessação do estado de liquidação ou, por fim, a criação de partes beneficiárias.

Assim como se verifica no Código Civil, o acionista que possa e queira exercer o direito de retirada deverá, sob pena de decadência, manifestá-lo em determinado prazo, que, no caso das sociedades anônimas, é de 30 (trinta) dias, contado da publicação da ata da Assembleia Geral que tenha aprovado a deliberação fundamentadora do recesso (Lei n. 6.404/76, art. 137, IV, V e par. 4º).

O direito de retirada é, em qualquer tipo societário, instituto de particular dificuldade de regramento, pois, por um lado, não se pode restringir demasiadamente o direito

---

[18] Se aprovada a criação de ações preferenciais; o aumento nas classes desta espécie sem respeito à proporção com as já existentes; modificadas as preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização já conferidas pela companhia ou criada nova classe de preferenciais mais favorecida, os acionistas cujas ações sejam afetadas pela deliberação – e somente eles - poderão exigir o recesso.

Trata-se, portanto, de uma restrição na legitimidade ativa para o recesso societário, pois, se o fundamento do pedido de retirada for deliberação referente à criação ou alteração na estrutura de ações preferenciais da companhia, somente os titulares de ações diretamente prejudicadas pela deliberação poderão requerer sua retirada.

[19] Se o fundamento do pedido de retirada for a participação da companhia em procedimentos de fusão, incorporação ou grupo de sociedades, sua admissão está condicionada à inexistência, para as ações do retirante, de liquidez e dispersão no mercado de valores mobiliários. (Lei n. 137, II, a) e b).

A cisão, por sua vez, somente gera o direito de recesso se preenchida uma ou mais das hipóteses elencadas pelo art. 137, III da Lei n. 6.404/76.

do sócio deixar a sociedade, por sua vontade, desde que haja fundamento para isso.

Por outro lado, uma excessiva liberalidade ou ampliação demasiada das hipóteses ensejadoras do direito de recesso – como se vê no art. 1.029 do Código Civil – pode expor a sociedade ao risco de instabilidade financeira causada pela "fuga" de seus sócios e decorrente necessidade de reembolso do valor de suas quotas ou ações.

Para o sócio, o direito de recesso representa a possibilidade de deixar a sociedade, caso aprovada alguma deliberação que contrarie seus interesses, seja esta, nas sociedades limitadas, a alteração do contrato social ou a participação em fusões e incorporações ou, nas companhias, alguma das matérias elencadas pelo art. 137 da Lei n. 6.404/76.

Decidir pelo exercício de recesso é, em síntese, concluir que, com a aprovação da deliberação que o fundamenta, a sociedade deixará de gerar, para o sócio dissidente, ganhos suficientes para justificar o seu investimento em quotas ou ações. O sócio que exerce o direito de recesso desiste da sociedade por considerar que, com a deliberação tomada, o retorno do investimento nas quotas ou ações deixa de ser economicamente interessante.

Sob o prisma da sociedade – e, mais especificamente ainda, da maioria do capital social – a atribuição do direito de recesso aos dissidentes é o preço a ser pago caso se decida aprovar alguma das matérias que possa fundamentá-lo. A sociedade "pagará" pela aprovação da deliberação ao ter que suportar, com seu patrimônio, a debandada de seus sócios minoritários, pelo exercício do direito de retirada.

A maioria do capital social deve, portanto, decidir se o preço da deliberação tomada é economicamente interessante de ser pago ou se é mais eficiente optar por

simplesmente não aprovar a matéria que ensejaria aos dissidentes o direito de recesso[20].

3 - Exclusão de sócio

A exclusão de sócio é a espécie ou modalidade de dissolução parcial de sociedade caracterizada pela saída compulsória de um dos integrantes, fundamentada em violação de suas obrigações legais ou contratuais e formalizada por deliberação dos demais sócios ou decisão judicial.

A primeira das obrigações dos sócios consiste no chamado dever de conferimento ou integralização. Trata-se da obrigação que cada sócio assume de integralizar - transferir ao patrimônio social - a parcela do capital social por ele subscrita na forma de ações ou quotas.

Ao lado deste dever apresenta-se também a noção de dever de colaboração, que se constitui na obrigação que os membros da sociedade assumem no sentido de se empenharem – ou, no mínimo, de não comprometerem - a consecução do objeto social.

Portanto, a elaboração doutrinária acerca do instituto da exclusão de sócio gravita em torno das noções de rescisão contratual por inadimplemento, do dever de conferimento e de colaboração do sócio e do princípio da preservação da empresa. O contrato social é rescindido em relação ao participante que viola os seus deveres de sócio com o fim de preservar-se a empresa e o núcleo econômico organizado[21].

---

[20] O par. 3º do art. 137 da Lei n. 6.404/76 autoriza os órgãos de administração da companhia a convocarem nova Assembleia Geral para eventualmente reconsiderar a deliberação ensejadora do direito de recesso, se entenderem que a estabilidade financeira da companhia pode ser comprometida pela saída voluntária de acionistas.

[21] No regime jurídico anterior ao Código Civil de 2002, a exclusão de sócio, inicialmente admitida apenas como consequência à violação do

O tema será tratado, tanto no que diz respeito às sociedades limitadas quanto anônimas, conforme se configure hipótese de exclusão a ser formalizada por ato dos próprios sócios (exclusão extrajudicial) ou pelo Poder Judiciário (exclusão judicial) e segundo trate-se de exclusão por inadimplemento ao dever de conferimento ou de colaboração.

3.1 – Exclusão extrajudicial de sócio por violação ao dever de integralização

A exclusão de sócio é medida tradicionalmente aplicada àquele integrante de sociedade que se furta ao dever de realizar a parcela do capital social por ele subscrita, tendo encontrado acolhida expressa no Código Comercial de 1850 (art. 289), Dec. Lei 3. 708/19 (art. 7º), Lei das Sociedades Anônimas (art. 107 II da Lei n. 6. 404/76) e Código Civil.

O Código Civil dedicou dois dispositivos ao regramento da questão, sendo o primeiro deles o par. único do art. 1004, que, referindo-se às sociedades simples,

---

dever de conferimento, caminhou, para os quotistas, no sentido de ser admitida também para o caso de inadimplemento ao dever de colaboração.

Em um primeiro momento, a exclusão de sócio quotista somente era acolhida na hipótese de não integralização de sua parcela no capital social (art. 7º do Dec. 3708/19), posto ser esta a única situação prevista expressamente na legislação específica.

Posteriormente, estudiosos e tribunais passaram a admitir também, nas sociedades por quotas, a exclusão de sócio que afrontasse seu dever de colaboração, de forma a consagrar as preocupações com a preservação da empresa e a flexibilização do *intuitu personae* como regra de organização do corpo societário. Sobre a evolução da matéria no direito brasileiro, confira: REQUIÃO. Rubens. *A preservação da sociedade comercial pela exclusão do sócio*. Ed. Acadêmica. Curitiba. 1959.

dispõe que o sócio remisso[22] pode, se devidamente constituído em mora, ser retirado compulsoriamente dos quadros da sociedade por opção da maioria dos demais sócios.

Este dispositivo é quem fixa as condições básicas para a exclusão de sócio remisso também no que diz respeito às sociedades limitadas, dada a expressa referência que a ele efetuou o art. 1.058, este sim localizado na parte do Código Civil dedicada especificamente às limitadas.

O sócio quotista remisso é constituído em mora, para fins de sua exclusão, seguindo-se as determinações do *caput* do art. 1.004, o qual estipula que os representantes legais da sociedade devem proceder a notificação extrajudicial do sócio que descumpra a forma ou prazo contratualmente fixados para a integralização das quotas por ele subscritas.

O segundo requisito, posterior à notificação citada, diz respeito a deliberação societária no sentido da saída compulsória do sócio remisso. Trata-se de questão controversa, pois a literalidade do artigo 1.058 do Código Civil se reporta aos "outros sócios", expressão que remete à maioria de pessoas, e não do capital social.

Isto significa que, para a aplicação da exclusão extrajudicial a um sócio quotista remisso, na forma dos artigos 1.004 e 1.058 do Código Civil, é necessária a concordância anterior da maioria dos demais membros, o que não necessariamente corresponde à maioria do capital social[23].

---

[22] Sócio remisso é aquele que não cumpre, no prazo e forma estipulados, o dever de integralizar suas quotas ou ações.

[23] Trata-se, portanto, de expressa exceção à regra geral em termos de deliberações societárias, a qual é baseada no capital social e não no número de sócios.

Deve-se salientar, em apoio à exceção mencionada, que o sócio remisso sujeita os demais integrantes da sociedade limitada a responderem, com

O art. 1058, aplicável especificamente às sociedades limitadas, dispõe sobre outras medidas, além da exclusão, colocadas à disposição dos sócios remanescentes contra o integrante remisso.

Este dispositivo preocupou-se em frisar que os demais sócios podem optar pela transferência das quotas do sócio remisso a si próprios ou a terceiros, estando, em qualquer das hipóteses, obrigados a restituir ao sócio excluído os valores que este já tenha integralizado, deduzidas as despesas judiciais e extrajudiciais com a exclusão, os juros da mora na integralização do capital e outras prestações estabelecidas no contrato[24].

A figura do sócio que contribui para a sociedade com serviços ao invés de bens ou dinheiro acarreta outra hipótese de exclusão extrajudicial de sócio violador de seus deveres sociais. Trata-se daquela prevista no art. 1.006 do Código Civil, que prevê a sanção de exclusão e privação de lucros ao sócio de indústria que, em uma Sociedade Simples, empregue-se em atividade estranha ao objeto social, sem autorização contratual[25].

---

seu patrimônio pessoal, pela integralidade das quotas não integralizadas (art. 1052 do Código Civil).

Assim, constatado o descumprimento, por um sócio, de seu dever de integralização, poderão os outros integrantes efetuar sua exclusão sem depender de aprovação da maioria do capital social, de forma a preservarem seus bens particulares contra eventuais responsabilidades pelas quotas não integralizadas.

[24] Tais opções decorrem da própria liberdade dos sócios escolherem os demais membros da sociedade (no caso da opção pela cessão das quotas a terceiros ou aos membros remanescentes) e da proibição legal de enriquecimento sem causa (que estaria a incidir caso a sociedade pudesse ficar com as parcelas já pagas pelo sócio remisso excluído).

[25] O sócio de indústria somente é admitido, no atual direito societário brasileiro, na Sociedade Simples, regida pelos artigos 997 e seguintes do Código Civil.

A exclusão de sócio remisso encontra-se expressamente acolhida também nos arts. 106 e 107 da Lei n. 6.404/76, com base nos quais, verificada a mora do acionista, na integralização de suas ações, a companhia pode optar entre a cobrança judicial dos valores devidos ou a venda das ações do remisso em Bolsa de Valores[26], hipótese que, na prática, equipara-se à sua exclusão.

O sócio remisso – violador de seu dever de integralização – é, portanto, sancionado com a possibilidade de sua exclusão extrajudicial em qualquer modelo societário atualmente disciplinado no direito brasileiro, dadas a facilidade e objetividade na comprovação da falta cometida e o comprometimento que esta falta acarreta para as atividades da sociedade – no caso das companhias – ou mesmo para o patrimônio pessoal dos demais sócios – na hipótese das limitadas.

3.2 – Exclusão extrajudicial de sócio por violação ao seu dever de colaboração

O sócio quotista pode ser excluído por ato extrajudicial dos demais integrantes não apenas quando descumpre seu dever de integralização, mas também quando negligencia seu dever de colaborar para o sucesso da empresa, como se pode constatar no art. 1.085 do Código Civil [27].

---

[26] As companhias fechadas não têm, por óbvio, como alienar as ações do sócio remisso em Bolsa de Valores. Por isso, verificada a mora do acionista de companhia fechada na integralização de suas ações, cabe a opção entre a cobrança judicial dos valores devidos ou, na forma do art. 107 par. 4º da Lei n. 6.404/76, a exclusão do sócio inadimplente, seja através da integralização de suas ações com lucros ou reservas (declarando-as caducas) ou por meio da redução do capital social no montante a elas referente.

[27] Questão negligenciada no Código Comercial de 1850 e no Dec. Lei n. 3. 708/19, o tema suscitou amplo debate doutrinário e

A análise do art. 1.085 do Código Civil deve começar com o próprio título da Seção VII, Capítulo IV, Livro II, no qual se insere a norma em estudo. Trata-se "Da resolução da sociedade em relação a sócios minoritários".

Contraposta à já estudada diretriz dos art. 1.004 e 1. 058, aqui o Código Civil deixa expressa sua orientação de que o art. 1.085 se aplique somente aos quotistas minoritários, pois vincula a exclusão extrajudicial ali disciplinada a anterior aprovação pela maioria dos sócios, representativa de mais da metade do capital social.[28]

Note-se, porém, que os demais requisitos fixados pelo art. 1.085 não escapam de críticas, em que pese o louvável objetivo buscado. São eles: a prática de ato de inegável gravidade e que ponha em risco a continuidade da empresa; a existência de cláusula no contrato social estipulando a possibilidade de exclusão extrajudicial de

---

jurisprudencial, face à necessidade de conciliar o interesse na preservação da empresa contra a conduta dos sócios, por um lado, e o direito do sócio de permanecer na sociedade, por outro. "*A ausência de disciplina legal expressa acarretou, a nosso ver, inadequada e excessivamente ampla solução para a matéria. Passou-se a conferir validade a exclusão extrajudicial de sócio quotista por simples deliberação da maioria do capital social – e independente de cláusula contratual neste sentido - tendo como fundamento (ou "justa causa") a alegação de simples "desarmonia" com o membro excluído."(LUCENA. José Waldecy*. Das Sociedades Limitadas. 9ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2012. pgs. 601 e segs).

[28] Não se pense, entretanto, que o Código prevê a sanção de exclusão por violação aos deveres de colaboração apenas para os sócios minoritários. Ocorre que, como se demonstrará, a exclusão do sócio majoritário, por violação de seu dever de colaboração, se efetua judicialmente.

Por outro lado, chama a atenção a exigência, pelo art. 1.085 do Código Civil, de quórum majoritário tanto segundo o número de sócios quanto com base no montante do capital social.

sócio por "justa causa" e, por fim, a garantia de ampla defesa ao sócio que se pretende excluir.

Inicialmente deve-se ressaltar que as expressões "atos de inegável gravidade" que "ponham em risco a continuidade da empresa" e "justa causa", empregadas pelo artigo em questão, se equivalem, na medida que estes "atos de inegável gravidade" são exatamente a causa (ou melhor, a "justa causa") de exclusão do sócio.

Dito isso, tem-se que precisa constar do contrato social uma cláusula que autorize a maioria do capital a excluir um sócio minoritário sempre que houver "justa causa", ou seja, sempre que um sócio minoritário praticar atos de inegável gravidade e que ponham em risco a continuidade da empresa.

Estes atos de inegável gravidade devem, por sua vez, ser compreendidos como violações ao dever de colaboração do sócio. Trata-se do sócio que age deliberadamente contra e não a favor do empreendimento comum, colocando, assim, toda a empresa em risco.

É recomendável, dada a excessiva amplitude da expressão, que o contrato social enumere, sempre em rol exemplificativo, atos que serão considerados, para fins de aplicação do art. 1.085 do Código Civil, de "inegável gravidade" e capazes de colocar em risco a continuidade da empresa[29].

Quanto ao prazo e forma para o exercício, pelo sócio em vias de exclusão, do direito de defesa contra este ato, é preciso salientar, em primeiro lugar, a obrigatoriedade de informação ao acusado, por escrito e de forma detalhada, dos atos de inegável gravidade que lhe são atribuídos.

Sua defesa deverá ser apresentada na assembleia ou reunião de sócios convocada, na forma da lei, para deliberar

---

[29] GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007. Pg. 395.

sobre sua exclusão, considerando-se prazo exigível para elaboração desta defesa aquele estipulado no Código como lapso temporal mínimo entre a realização das formalidades de convocação da assembleia de sócios e sua realização (art. 1.152 par. 3º do Código Civil).

A grande crítica ao dispositivo em análise se refere ao acolhido direito de defesa do sócio em vias de ser excluído da sociedade, pois, ao final das contas, quem vai analisar a gravidade do ato atribuído ao sócio e o risco que ele ou estes atos trazem à continuidade do empreendimento?

A redação do texto legal em estudo acaba por possibilitar que a maioria - dos sócios e do capital social – simplesmente acredite que o integrante a ser excluído tenha praticado tais atos de inegável gravidade para que se possa, de fato, efetuar a sua exclusão da sociedade, restando ao integrante acusado – e não aos seus acusadores - o ingrato ônus de desconstituir, em sua defesa, tal "presunção".

Poder-se-ia argumentar, em prol do sócio minoritário em vias de ser excluído, que é a maioria do capital social e dos sócios que precisa provar a "justa causa" motivadora do ato de exclusão por eles posto em prática.

Tal assertiva é correta, mas não soluciona a questão pois não há, *in casu*, um terceiro que, alheio ao conflito entre os sócios, venha a julgar as provas das alegações formuladas por cada uma das partes.

No caso do art. 1.085, os "acusadores" (sócios remanescentes) são as mesmas pessoas que vão avaliar e julgar as razões do "acusado" (o sócio minoritário a ser excluído). Não há, como no processo judicial ou administrativo, a estrutura tríplice composta por autor, réu e julgador. Aqui as pessoas do autor e julgador se confundem, em notória afronta aos mais basilares princípios processuais.

Infelizmente a redação do art. 1.085 do Código Civil transformou a exclusão extrajudicial de sócio quotista

em verdadeira "denúncia vazia", ao permitir que tal medida seja fundamentada na fluida noção de "ato de inegável gravidade" e, principalmente, ao conferir à maioria - dos sócios e do capital social - a apreciação desta gravidade e de suas consequências para a empresa.

Dada esta constatação, resta salientar que o sócio excluído em virtude de alegações infundadas tem essencialmente duas formas de defender seus interesses contra o ato abusivo contra ele praticado. São eles: a anulação da deliberação que o tenha excluído da sociedade e a propositura de ação de responsabilidade civil para indenização dos prejuízos decorrentes da exclusão abusiva.[30]

Com relação à ação anulatória da deliberação, o sócio excluído deve verificar se todas as formalidades legais referentes a aspectos como prazo e forma de convocação da assembleia, quórum de instalação e deliberação válida e arquivamento da ata foram cumpridos, em toda a sua extensão, pela sociedade.

Fixado que a deliberação social válida é pressuposto para a realização da exclusão de sócio pela sociedade, a anulação da assembleia de sócios acarretará a nulidade das resoluções ali tomadas, conforme expressa previsão do art.166, IV, do Código Civil.

Por outro lado, quando o ato de exclusão é, por assim dizer, "improcedente quanto ao mérito", ou seja, encontra-se desamparado em causa justificadora estampada

---

[30] J. X. Carvalho de Mendonça, já apontava os dois possíveis caminhos a serem seguidos pelo sócio que, excluído da sociedade, não se conforma com tal deliberação, por considera-la abusiva ou infundada: *"O meio que tem o sócio assim excluído é a ação ordinária para anular a deliberação da maioria dos sócios, provando que esta não atendeu nem respeitou os termos do contrato social, e exigir os danos pela infração contratual"*. CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro, vol. III.* 5ª edição, Livraria Freitas Bastos, São Paulo, 1954, pg. 149.

em lei ou no ato constitutivo, a situação é diversa.

Isto porque, nesta hipótese, a nulidade do ato da sociedade atinge seu próprio objeto (art. 166, II do Código de 2002), inviabilizando qualquer tentativa no sentido de repeti-lo. Desta forma o sócio tem o direito de retornar à sociedade e, a não ser que posteriormente viole seus deveres para com o ente jurídico comum, poderá nela permanecer, posto não admitir o Código Civil a exclusão imotivada.

Embora seja a solução mais correta, sob o ponto de vista técnico, a reintegração do sócio à sociedade pode – e invariavelmente traz – consequências danosas à empresa e a todos os sócios envolvidos dada a animosidade que entre surge entre aquele a quem se tentou excluir e os demais.

Nesta situação, parece mais adequada a condenação dos autores da exclusão indevida a indenizar o sócio excluído indevidamente, medida que, se não é a ideal, ao menos evita o constrangimento de impor a convivência entre o membro a quem se tentou excluir e seus antigos consortes.

Com relação à ação ordinária de perdas e danos, a ser movida pelo sócio excluído contra a sociedade, temos que seja possível postular eventuais indenizações vinculadas tanto a ofensas de ordem material quanto de cunho moral[31].

Também os sócios remanescentes têm direito a postular judicialmente, por meio de ação ordinária de

---

[31] Dentre os valores materiais indenizáveis estão as reservas ou dividendos distribuídos no período em que o sócio estava indevidamente fora da sociedade, ações ou quotas provenientes de aumentos de capital e quaisquer outros recursos financeiros auferidos pelos membros remanescentes durante a vigência dos efeitos da exclusão injustificada, englobados dentro da noção de lucros cessantes.

Da mesma forma, eventuais despesas que o sócio excluído tenha contraído, em função de sua expulsão indevida dos quadros sociais, devem lhe ser devolvidas

indenização, eventuais prejuízos causados a eles ou à sociedade pela má conduta do sócio excluído.

Os prejuízos indenizáveis podem ser, da mesma forma que o verificado para a indenização da sociedade ao sócio excluído, de ordem material ou moral.

No primeiro caso incluem-se hipóteses como, por exemplo, eventuais negócios acaso incompletos em virtude de atitudes do membro inadimplente com seus deveres, enquanto a eventual indenização por dano moral é exigível sempre que o sócio excluído tenha provocado, por ação ou omissão, danos à imagem dos demais consortes ou da sociedade.

3.3 – Exclusão judicial de sócio

A exclusão de sócio por ato do Poder Judiciário (exclusão judicial) encontra-se disciplinada pelo art. 1.030 do Código Civil e tem por fundamento a "falta grave [do sócio] no cumprimento de suas obrigações". Pouco importa, deste modo, se as obrigações descumpridas se referem ao dever de conferimento ou ao dever de colaboração.

A ação judicial para a exclusão de um sócio deve ser proposta, com base no art. 1.030 do Código Civil (c/c art. 600 do Código de Processo Civil de 2015), pela própria sociedade, mas após deliberação aprovada pela "maioria dos demais sócios", termo que remete à maioria dos demais integrantes, e não do capital social. É, assim, verdadeira a conclusão de que a exclusão de sócio quotista, pelo Poder Judiciário, não depende de deliberação aprovada por sócios que detenham mais da metade do capital social.

A razão para tal posicionamento do Código é a constatação de que qualquer sócio (inclusive o majoritário) pode incorrer em violação aos seus deveres para com a sociedade, facultando-se à maioria dos membros remanescentes – majoritários ou não - o recurso ao

Judiciário, onde terão que comprovar suas alegações contra aquele que se pretende excluir.

O outro fundamento para a propositura de ação de exclusão de sócio é, nos termos do ar. 1. 030, a "incapacidade superveniente" dele, termo que carece, nesta hipótese, de algum esclarecimento sobre seu real significado.

Quando a realização do objeto social depender de determinada condição pessoal dos sócios e algum deles tiver retirado o poder de realizar tal conduta, há que se entender como ocorrida a hipótese de exclusão ora tratada. É, por exemplo, o caso da sociedade constituída por médicos, para a prática da medicina, em que um dos membros tem cassada sua licença profissional. Está este sócio, em virtude da sanção sofrida, impedido de colaborar com os demais (ao menos de forma plena) na realização da atividade comum[32].

Vale também observar que, por se tratar de regra atinente às Sociedades Simples, o art. 1.030 do Código Civil somente se aplica às sociedades limitadas desde que não estejam estas últimas, por previsão contratual, sujeitas, em caráter supletivo, aos dispositivos da Lei n. 6.404/76[33].

---

[32] Diferente seria a solução, porém, se a mesma sociedade, embora constituída por médicos, tivesse por objeto social a prática de atividade alheia à medicina. Nesta situação a privação do direito ao exercício profissional por um dos membros em nada afeta sua possibilidade de plenamente realizar seus deveres sociais (de conferimento e de colaboração).

[33] Pode-se perguntar então como fica o sócio majoritário de sociedade limitada ou o acionista que viola seu dever de colaboração, posto não ser possível aplicar-lhes a regra do art. 1.030 do Código Civil.

Estes sócios não estão, como a princípio pode parecer, desonerados de honrar seu dever de colaboração, mas não há fundamento legal para que se pretenda excluir-lhes da sociedade, ainda que por via judicial.

Entretanto, se estes sócios causarem prejuízos à sociedade, ela poderá demandar-lhes, por via judicial, a reparação civil destes prejuízos, seja

3.4 - Hipóteses de exclusão de acionista previstas no direito brasileiro

Apesar de constituir-se em aspecto pouco ou nada explorado no estudo das sociedades anônimas, é possível apontar, no atual ordenamento jurídico positivado, hipóteses de exclusão de acionista, contrariando a noção de que o instituto seja incompatível com a natureza das companhias.

São casos extremamente restritos e que somente agora começam a ser mencionados, sempre com a preocupação de resguardar os direitos das minorias acionárias, princípio fundamental da Lei. n. 6404/76 e grande preocupação de todos aqueles que estudam a matéria.

A já mencionada exclusão do acionista remisso (art. 107 da Lei n. 6.404/76), violador de seu dever de integralização, se apresenta como a hipótese clássica de admissão deste instituto, no âmbito das sociedades por ações.[34]

Além desta hipótese, a exclusão de acionista está abarcada no caso do resgate de ações (art. 44 da Lei n. 6.404/76), na hipótese de previsão estatutária aplicável ao acionista que descumpra alguma prestação estabelecida nos próprios atos constitutivos e também por razões de segurança nacional, em situação de guerra[35].

---

com fundamento no exercício abusivo do controle (art. 117 da Lei n. 6.404/76) ou mesmo com base no abuso dos direitos de sócio (art. 187 do Código Civil).

34 O art. 10 da Lei n. 6.404/76 corrobora esta hipótese de exclusão de acionista ao indiretamente estendê-la também àquele sócio que se obriga a integralizar suas ações com bens. PINTO JR. Mário Engler. Exclusão de Acionista. *Revista de Direito Mercantil. N*. 54. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 1983. pg. 87

35 CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. Ed. Del Rey. Belo Horiozonte. 2004. Pg. 105.

Interessante que o resgate de ações[36], embora perfeitamente caracterizado com situação de saída compulsória do sócio - ou seja, de exclusão - não se vincula ao descumprimento, por parte do excluído, de qualquer de suas obrigações para com a sociedade. O titular das ações resgatadas não violou nem o dever de conferimento, nem o dever de colaboração com as atividades da companhia.

Necessário ressaltar tal característica para que não se pretenda ampliar a figura do resgate de ações de modo a indevidamente utilizá-la como meio de excluir da sociedade determinados sócios inadimplentes com o seu dever de colaboração[37] ou que simplesmente não sejam adequados aos titulares da maioria do capital social.

Sobre a possibilidade de exclusão de acionista com fundamento em causa prevista estatutariamente, não há razão para opor-se a esta hipótese, desde que não se estabeleça, nos atos constitutivos da companhia, a possibilidade de aplicação da exclusão a acionista sem que este tenha violado seus deveres legal ou estatutariamente previstos[38].

---

36 *"O resgate representa uma transmissão forçada, irrecorrível e definitiva da propriedade das ações do acionista para o domínio da própria companhia que, em seguida, as extinguirá. Independe, portanto, da vontade do acionista que, no caso, é constrangido a obedecer a determinação estatutária ou a deliberação válida da assembléia geral. Trata-se, portanto, de compra compulsória decidida pela sociedade, de suas próprias ações, para retirá-las de circulação."* CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à lei das sociedades anônimas. Vol I.* Editora Saraiva. São Paulo. 2014. Pg. 225.

37 Henrique Cunha Barbosa defende a aplicabilidade da exclusão ao acionista controlador que abuse de seu poder e, portanto, comprometa as atividades da companhia. BARBOSA. Henrique Cunha. *A Exclusão do Acionista Controlador na Sociedade Anônima*. Ed. Campus Jurídico. Rio de Janeiro. 2010.

38 Sobre a exclusão de acionista, confira: PIMENTA. Eduardo Goulart Pimenta. *Exclusão e Retirada de Sócios*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2004.

4 – A penhora de quotas ou ações e a falência do sócio como espécies de dissolução parcial de sociedade

O Código Civil refere-se, ao tratar das Sociedades Simples, a quatro diferentes situações nas quais há - ou pode haver - a resolução do contrato social em relação a algum dos membros - dissolução parcial da sociedade - por razões alheias tanto à vontade dos sócios remanescentes quanto do sócio que deixa a sociedade.

Tratam-se das hipóteses de morte (art. 1.028) ou falência (art. 1.030 parágrafo único) do sócio e da eventual penhora de suas quotas, em processo de execução movido por credor particular (art. 1.026). Elas configuram o que se pode chamar de dissolução parcial involuntária da sociedade, posto que desvinculadas, como salientado, tanto da vontade dos sócios remanescentes quanto daquele que deixa a pessoa jurídica.

Os direitos patrimoniais do sócio na sociedade estão, como é regra geral, a garantir, seja em processos de execução coletiva (falência ou concurso de credores) ou singular, o pagamento dos débitos por ele contraídos.

Segundo o art. 1.030 do Código Civil, o sócio que esteja submetido à falência será excluído da sociedade e seus haveres, depois de apurados conforme o critério geral do art. 1.031, serão arrecadados pelo juízo falimentar e rateados entre os credores do sócio falido[39].

Solução similar é apresentada pelo Código Civil também na hipótese de execução singular movida por credor contra sócio de sociedade, tendo o art.1.026 posto fim à antiga celeuma doutrinária e jurisprudencial em torno

[39] Apesar de o art. 1.030 se referir apenas ao sócio cuja falência tenha sido decretada, a mesma solução se aplica àquele integrante submetido ao concurso civil de credores, já este instituto é, como a falência, uma espécie do gênero concursal, em que ocorre a arrecadação de todo o patrimônio do devedor para rateio entre seus credores.

da possibilidade de penhora de quotas para pagamento de dívidas contraídas pelo sócio.

É comum a preocupação com os eventuais reflexos que as dívidas contraídas em nome da pessoa jurídica possam ter sobre o patrimônio pessoal dos sócios, não sendo raro que os bens particulares dos integrantes sejam usados para quitar obrigações contraídas em nome da sociedade[40].

Na penhora de quotas – ou ações – o que se verifica é a hipótese contrária, com os credores particulares do sócio atingindo, para fazerem valer seus direitos de crédito, o patrimônio da pessoa jurídica integrada pelo devedor.

Assim, quando se fala em responsabilidade do sócio, na verdade se discute a possibilidade de os credores da pessoa jurídica alcançarem o patrimônio pessoal dos sócios, para receberem seus direitos creditícios. Na penhora de quotas ou ações o que se vê são os credores particulares do sócio atingindo o patrimônio da pessoa jurídica, para assim serem pagos.

Segundo o art. 1.026 do Código Civil, o credor particular do sócio só poderá fazer recair sua execução sobre os direitos patrimoniais do devedor na sociedade caso não tenha este sócio outros bens a serem penhorados. Justifica-se esta limitação, na medida que à sociedade e aos seus membros deve ser garantido o direito de manterem a empresa em funcionamento sem abalos desnecessários em sua estrutura societária, os quais só se justificam na

[40] Neste sentido o disposto no art. 82 da Lei n. 11.101/05, que disciplina o processo de falência e a recuperação de empresas: "A responsabilidade pessoal dos sócios de responsabilidade limitada, dos controladores e dos administradores da sociedade falida, estabelecida nas respectivas leis, será apurada no próprio juízo da falência, independentemente da realização do ativo e da prova da sua insuficiência para cobrir o passivo, observado o procedimento ordinário previsto no Código de Processo Civil."

hipótese de não haver outros bens suscetíveis de penhora pelo credor do sócio.

Pode o credor-exequente optar pela liquidação da quota do sócio (na forma do art. 1. 031) ou pela penhora do que caiba ao seu devedor receber a título de dividendos. Esta última hipótese é mais conveniente tanto sob o ponto de vista da sociedade e seus sócios remanescentes, quanto em relação ao credor, já que permite àquela evitar a apuração de haveres e a perda do sócio e à este o recebimento mais célere de seu crédito.

O Código de Processo Civil de 2015 (Lei n. 13.105/15) disciplina, em seu artigo 861, procedimento a ser adotado em caso de penhora de quotas ou ações de sociedades personificadas, para pagamento de dívida contraída pelo sócio. Trata-se de procedimento aplicável tanto às sociedades disciplinadas pelo Código Civil quanto às companhias de capital fechado e em comandita por ações[41].

Segundo o art. 861 do Código de Processo Civil de 2015, uma vez penhoradas quotas ou ações o juiz da execução assinará prazo não superior a 3 (três) meses (prorrogável nos casos do par. 4º) para que a sociedade efetue três providências, sendo a primeira delas a apresentação de balanço especial destinado a explicitar a situação patrimonial da pessoa jurídica e, por consequência, o valor das quotas ou ações penhoradas.

---

[41] As sociedades anônimas de capital aberto cujas ações sejam penhoradas para pagamento de dívida contraída por acionista estão expressamente apartadas deste procedimento. Nelas, as ações penhoradas serão adjudicadas pelo exequente ou simplesmente vendidas em Bolsa de Valores para quitação da dívida objeto de execução (art. 861 par. 2º do Código de Processo Civil de 2015). Em ambas as alternativas se evita, como se pode comprovar, a dissolução parcial da companhia em virtude da execução proposta contra seu acionista.

Além disso, a sociedade deverá oferecer as quotas ou ações penhoradas aos sócios remanescentes para que estes possam, conforme as regras legais e contratuais referentes ao direito de preferência deles, adquirir tais quotas ou ações.

Por fim, em não havendo a aquisição, pelos sócios remanescentes ou pela própria sociedade[42], das quotas ou ações penhoradas, será promovida a liquidação delas, para pagamento do credor do sócio.

Esta liquidação será, na verdade, um procedimento de apuração de haveres de sócio, o qual será regido pelas regras do art. 1.031 do Código Civil ou art. 45 da Lei n. 6.404/76 – conforme se trate de uma sociedade limitada ou anônima – e poderá contar, se requerido pelo exequente ou pela sociedade, com a atuação de um administrador responsável pela fixação da forma de apuração destes haveres e submissão deste procedimento à aprovação judicial.

O art. 861 do Código de Processo Civil de 2015 reconhece o risco que a liquidação de quotas ou ações penhoradas significa para a estabilidade financeira e patrimonial da sociedade e, neste sentido, autoriza o juiz da execução a optar pelo leilão judicial das quotas ou ações penhoradas[43].

5 - O falecimento de sócio e seus efeitos sobre a sociedade

Sejam quotas de sociedade limitada ou ações de companhias, o fato é que os direitos de sócio são

---

[42] Segundo o par. 1º do art. 861 do Código de Processo Civil de 2015, para evitar a liquidação das quotas ou ações penhoradas, a sociedade poderá adquiri-las, desde que com utilização de reservas e sem redução do capital social, para mantê-las em tesouraria.

[43] Nesta hipótese – e apenas nela – não há impedimento a que o credor adjudique as quotas ou ações penhoradas.

componentes do patrimônio de uma pessoa e, quando do seu falecimento, integram a herança a ser partilhada.

Por outro lado, o contrato social é, como já se salientou em capítulo próprio, uma relação que, em regra, apresenta significativa duração e profundo envolvimento relacional e patrimonial entre os contratantes. Deste modo, a simples substituição de um sócio por seus herdeiros não é solução jurídica que se possa admitir como regra absoluta. Ninguém é obrigado a ser sócio de outrem.

Vale ainda acrescentar que as quotas sociais são – como também aqui já se demonstrou – em geral bens de pouca liquidez, uma vez que sua aquisição e transferência é condicionada às restrições legais e/ou contratuais fixadas.

Assim, a legislação precisa conciliar o direito dos herdeiros à participação societária do sócio falecido, a eventual incompatibilidade entre estes mesmos herdeiros e os membros remanescentes da sociedade e as relevantes restrições à transferência das quotas para terceiros.

Na sociedade limitada, o falecimento de um sócio costuma ser um momento extremamente delicado, pois, repete-se, este modelo societário constrói-se sobre uma significativa proximidade entre os sócios - e destes em relação à gestão - e também sobre a previsão de restrições à livre cessão das quotas (art. 1.057 do Código Civil), o que compromete a liquidez delas.

O direito dos herdeiros ao patrimônio do sócio falecido, o direito dos sócios remanescentes à não admissão de membros indesejados e a baixa liquidez das quotas deixam à legislação três possíveis soluções para a sucessão de sócios quotistas falecidos, quais sejam: a dissolução total ou parcial da sociedade ou a entrada dos herdeiros no quadro de sócios.

O Código Civil contém um único dispositivo (art. 1.028) especificamente voltado para este importante aspecto societário. Esta norma contempla, com certas ressalvas e requisitos, as três possíveis soluções apontadas.

A leitura do art. 1.028 do Código Civil permite concluir que a premissa básica está na *dispositividade* sobre os efeitos, para a sociedade, do falecimento do sócio, uma vez que o contrato social tem o poder de disciplinar a questão, ficando as regras legais com o papel de preencher a eventual omissão dos atos constitutivos.

Omisso o contrato social, vê-se que o art. 1.028 do Código Civil confere aos sócios remanescentes o poder de deliberar sobre qual das três acima citadas alternativas será tomada como solução das consequências, para a sociedade, do falecimento de um dos integrantes.

Assim, o art. 1.028 do Código Civil dá aos sócios o poder de decidir sobre qual das três soluções será aplicada para regular o falecimento de um integrante, podendo este poder ser exercido antecipadamente - quando da elaboração ou alteração do contrato social - ou posteriormente ao falecimento do sócio, em caso de lacuna contratual.

Em outras palavras, tem-se que a disciplina jurídica sobre os efeitos do falecimento de um sócio sobre a sociedade está colocada, pelo Código Civil, eminentemente sobre a vontade dos sócios. Esta vontade pode ser expressa em cláusula contratual ou então em deliberação posterior ao falecimento do integrante. Pode-se, portanto, falar em solução *ex ante* ou *ex post* para o assunto.

A solução *ex ante* seria a previsão, em contrato social, da solução a ser dada, em caso de falecimento de sócio. Nesta hipótese, os custos de transação sobre tão delicado tema são antecipados, de forma a serem vencidos no ato de elaboração do contrato social ou sua alteração, mas sempre antes do falecimento dos integrantes.

Esta antecipação tem o efeito positivo de permitir que todos os sócios participem desta previsão, a qual se aplicará ao falecimento de todos eles. É como se os sócios previssem, de forma similar a um testamento, aquilo que desejam que seja feito com as suas quotas.

Por outro lado, tal previsão contratual pode ser superada, no caso concreto e diante do falecimento, por acordo entre todas as partes envolvidas. Assim, têm-se uma regra estipulada conforme a vontade dos sócios – inclusive o agora falecido – que se aplicará de pleno direito, salvo vontade dos remanescentes e herdeiros.[44]

A omissão dos sócios em tratar da questão no contrato social faz com que, por força do art. 1.028 do Código Civil, sejam eles obrigados a escolher entre as três soluções possíveis no momento em que efetivamente confrontados com o falecimento de um dos integrantes. Trata-se, assim, de uma solução *ex post*.

Deverão os sócios remanescentes decidir pela dissolução total, entrada dos herdeiros ou liquidação da quota do falecido. Todas as três deliberações são possíveis e devem ser tomadas, dada a inexistência de quórum específico em lei, por maioria de quotas (art. 1010 do Código Civil).

Os custos de transação que seriam antecipados com a previsão contratual se manifestam aqui, neste momento, diante da situação concreta do falecimento do sócio, o que

---

[44] A alteração *ex post* – ou seja, posterior ao falecimento – da solução contratualmente prevista somente pode ser admitida se houver concordância da unanimidade dos sócios remanescentes, não bastando, no caso, quórum suficiente para simples alteração do contrato social.

Isto porque uma alteração majoritária do contrato social não pode retroagir seus efeitos para alcançar o falecimento de um sócio ocorrido antes da mudança nos atos constitutivos. Ao contrário, esta deliberação majoritária somente alcançará as futuras situações.

Porém, não se pode negar às partes do contrato social – sócios remanescentes – o direito de dispor sobre seus interesses, desde que o façam de forma unânime, o que não feriria o legitimo interesse daquele integrante remanescente eventualmente favorável à previsão contratual alterada para, nesta hipótese, alcançar o anterior falecimento de um dos integrantes.

coloca os membros remanescentes sob significativa pressão pela relativa urgência da definição.

Por outro lado, esta circunstância tem o aspecto positivo, para os membros remanescentes, de lhes permitir deliberarem conforme a realidade fática do momento da morte do sócio e não com base nas informações que dispunham quando da fixação desta cláusula no contrato social.

Assim, por exemplo, se a sociedade é lucrativa, podem os sócios remanescentes optar pela dissolução parcial, de forma a não terem que dividir os ganhos futuros do empreendimento, com os herdeiros. Lado outro, se a sociedade estiver em situação economicamente delicada, pode-se optar pela dissolução total e consequente encerramento das atividades.

Se, para os sócios remanescentes, esta solução *ex post* pode, dada a circunstância apontada acima, parecer mais adequada, a verdade é que ela expõe os seus herdeiros a tal indefinição. Portanto, se os herdeiros forem dos outros sócios, esta solução pode ser eficiente, mas se forem os seus, já não se mostrará tão adequada.

Deve-se lembrar que a entrada dos herdeiros está, em sendo omisso o contrato social, condicionada à aceitação, por eles, desta solução. Se o contrato social prevê a entrada dos herdeiros, não é possível que eles pretendam a dissolução parcial, pois recebem do falecido a herança na forma como prevista. As quotas são deles para, se quiserem, fazerem parte da sociedade e só poderão exercer o direito de retirada nas hipóteses legalmente admitidas. Neste caso não basta, para o exercício da dissolução parcial, a simples vontade de não fazer parte da sociedade.

Não se pode, de forma abstrata e irrestrita, pretender, com seriedade, dizer qual das três alternativas – dissolução total, parcial ou admissão dos herdeiros como sócios – é mais eficiente. Tratam-se, todas, de situações adequadas a determinadas realidades fáticas distintas.

Em uma sociedade na qual os sócios originais mantinham uma relação de extremo vínculo pessoal, a dissolução – total ou parcial - costuma se mostrar mais adequada, posto que a entrada dos herdeiros representaria uma quebra na *affectio societatis* original, algo que, em hipóteses que tais, não é bem admitido.

Quando o sócio falecido é o sócio majoritário ou aquele que concentrava maior grau de cooperação nas organizações dos fatores de produção, muitas vezes restará aos membros remanescentes a dissolução total da sociedade, pois a perda deste principal sócio leva ao desmoronamento negocial da sociedade e os membros originais tendem a separar-se em novos empreendimentos.

A entrada dos herdeiros se mostra, em geral, mais adequada quando a sociedade não está tão "presa" à figura dos sócios originais. Representa sem dúvida o menor abalo jurídico e patrimonial, pois a sociedade não passará por liquidação total ou apuração de haveres.

Enquanto não finalizada a partilha dos bens do sócio falecido, os direitos dele na sociedade serão exercidos pelo inventariante e as responsabilidades patrimoniais dos sócios recairão, se for o caso, sobre os bens deixados pelo falecido, até o limite da herança, claro.

Se a sociedade apresenta um patrimônio negativo, deve ser solicitada a sua autofalência, com as eventuais responsabilidades patrimoniais dos sócios recaindo, no caso do falecido, até o limite da herança, pois seus herdeiros não podem responder com seu patrimônio pessoal pelas dívidas do falecido.

Se deliberada ou prevista no contrato social a dissolução parcial e consequente apuração de haveres, prevalecem as ressalvas quanto à necessidade de provimento de medidas jurisdicionais que reduzam a assimetria de informação entre os remanescentes e os herdeiros, de forma a evitar que estes últimos sejam

prejudicados pela falta de informação sobre a situação do patrimônio social[45].

Nas sociedades anônimas, ao contrário, o falecimento do sócio não costuma ser causa de insegurança ou dúvida jurídica, posto que, em regra, os herdeiros passam a ocupar o quadro de sócios no lugar que antes era do falecido.

Esta é, pode-se mesmo afirmar, uma vantagem competitiva das sociedades anônimas em relação às limitadas, pois resguarda a pessoa jurídica e a empresa das incertezas decorrentes do falecimento de um acionista.

6 - Apuração de haveres do sócio e seu regime jurídico no Código de Processo Civil, Código Civil e Lei n. 6.404/76

Havida a dissolução parcial de uma sociedade, rompem-se os vínculos societários - como na hipótese de dissolução total - com a peculiaridade de que, aqui, tem-se apenas a ruptura parcial do instrumento constitutivo da sociedade (ou seja: apenas em relação a um ou alguns dos membros), preservando-se, desta forma, o ente jurídico personalizado.

Após a manifestação do sócio insatisfeito (no recesso) ou dos demais consortes (na exclusão) no sentido de romper parcialmente o vínculo societário - enquadradas, ambas, no conceito de declaração receptícia de vontade - deve obrigatoriamente ocorrer o procedimento tendente à liquidação da parcela do patrimônio social pertencente àquele membro dissidente.

Trata-se da apuração de haveres, que, desta maneira, constitui-se em fase tipicamente procedimental -

[45] Deve-se, em havendo falecimento do sócio – e independentemente da solução contratual ou deliberação dos remanescentes – franquear aos herdeiros ou inventariante total e irrestrito acesso às informações contábeis e bancárias sobre a sociedade.

como a liquidação total - realizada posteriormente ao rompimento parcial dos vínculos societários - momento essencialmente de direito material, como a dissolução - visando a quantificação, realização e entrega da fração do patrimônio social cabível ao sócio que, voluntariamente ou não, está a abandonar a sociedade.[46]

A liquidação total da sociedade tem como pressuposto lógico a ocorrência de uma das hipóteses de completo rompimento dos vínculos societários, expressas como causas de dissolução total da pessoa jurídica. Da mesma forma, é de se reconhecer, no caso da apuração de haveres, que só se justifica quando verificada uma das várias hipóteses de rompimento parcial dos vínculos societários.[47]

Diante do exposto, denomina-se apuração de haveres a série de atos destinados a quantificar, realizar e restituir ao sócio que deixa a sociedade o valor correspondente à sua fração no patrimônio social. Esta

---

46 *"É visto, assim, que o objeto específico da instituição de que nos ocupamos [apuração de haveres] é operar a transmutação do direito patrimonial abstrato de sócio (enquanto jungido ao contrato), convertendo-o normalmente em prestação pecuniária exigível. É forma instrumental que dá corpo e objetividade exterior à situação jurídica preexistente, advinda da ruptura parcial do vínculo societário, possibilitando (conforme seus resultados) a exigibilidade, por parte do sócio ou de que o substitua, do crédito apurado"*. ESTRELLA. Hernani. *Apuração dos haveres de sócio*. 2ª Edição. Editora Forense. Rio de Janeiro. 1992. Pg. 170.

47 A apuração de haveres é procedimento realizado necessariamente após a ocorrência, no interior da sociedade, de qualquer hipótese de dissolução parcial. *"(...) em se verificando o afastamento de sócio com a sobrevivência da sociedade, se faz mister determinar e liquidar os seus haveres ou, eventualmente, fixar sua responsabilidade. É essa a destinação específica, para a qual a providência foi concebida e aperfeiçoada. Por conseguinte, o âmbito próprio de sua aplicação é o desligamento de sócio, por qualquer uma das já apontadas causas: morte, despedida voluntária, exclusão, incapacidade superveniente e falência."* ESTRELLA. Hernani. *Apuração dos haveres de sócio*. 2ª edição. Editora Forense. Rio de Janeiro. 1992. Pg.167/168.

série de atos segue-se à dissolução parcial da sociedade, quando, por qualquer dos motivos legalmente admissíveis, há o rompimento do contrato social em relação a um ou alguns dos sócios.

Uma vez resolvido parcialmente o contrato de sociedade, é necessário, como consequência lógica, restituir ao sócio que deixa a pessoa jurídica o valor correspondente à sua fração no patrimônio da sociedade. Para isto é preciso, inicialmente, fixar, em moeda corrente, qual o valor do patrimônio social e, em consequência, da quota do sócio que deixa a sociedade.

Após tal quantificação, os bens e direitos da pessoa jurídica serão, em princípio, liquidados – ou seja, vendidos – em montante correspondente ao valor apurado para a fração do sócio que está saindo, devendo, por fim, ser efetivada a transferência dos recursos financeiros decorrentes desta liquidação para a titularidade do agora ex-sócio.

O Código Civil contém um único dispositivo específico sobre o procedimento de apuração de haveres. Trata-se do art. 1.031, que, seja por referência expressa – como nos casos dos arts. 1.085 e 1.086 – ou por absoluta inexistência de alternativa legal, é regra aplicável, em se tratando do assunto, para todos os casos de dissolução parcial e apuração de haveres nas sociedades regidas pelo Código Civil[48].

---

[48] *Art. 1. 031 – Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.*

§ 1º – O capital social sofrerá a correspondente redução, salvo se os demais sócios suprirem o valor da quota.

§ 2º – A quota liquidada será paga em dinheiro, no prazo de noventa dias, a partir da liquidação, salvo acordo, ou estipulação contratual em contrário.

O Código de Processo Civil de 2015 (Lei n. 13.105/2015), por sua vez, cuidou do que denomina "ação de dissolução parcial de sociedade" em seus artigos 599 a 609, os quais se aplicam a todas as sociedades regidas pelo Código Civil, tanto nos casos de exclusão quanto de recesso ou falecimento de sócio (art. 599, I e II)[49].

O citado art. 1.031 do Código Civil cuida expressamente de duas das três providências inerentes ao procedimento de apuração de haveres, já que estabelece um critério para a quantificação do valor da quota do sócio e também a forma e prazo para sua quitação, deixando de lado as questões inerentes ao modo de realização dos ativos da sociedade no montante necessário ao pagamento de tais haveres.

Sobre o critério para quantificação do valor da quota do sócio que deixar a sociedade, pode-se afirmar que o art. 1.031 do Código Civil opta pelo valor patrimonial[50] – ou valor de patrimônio líquido – da quota, a ser obtido através de "balanço especialmente levantado" com base na "data da resolução" parcial do contrato social[51].

---

[49] O par. 2º do art. 599 do Código de Processo Civil admite ainda que as regras sobre a "ação de dissolução parcial de sociedade" (arts. 599 a 609) sejam aplicadas também às companhias fechadas quando demonstrado, por acionista ou grupo titular de cinco por cento ou mais do capital social, que a sociedade não pode preencher o seu fim.

[50] Como já explicitado em capítulo anterior, o valor patrimonial da quota tem por referência o patrimônio líquido da sociedade, o qual é, em tese, expresso no Balanço Patrimonial da pessoa jurídica e corresponde, em síntese, ao valor dos bens e direitos da sociedade, menos o montante de suas dívidas.

O art. 606 do Código de Processo Civil de 2015 também regulamenta o critério para quantificação do valor da quota no mesmo sentido, já que se refere ao "valor patrimonial apurado em balanço de determinação", desde que omisso o contrato social.

[51] Com relação ao critério adotado na apuração de haveres, várias foram as referências na legislação brasileira, como se pode constatar, a título de análise histórica, no Código Comercial de 1850, Código Civil

Assim, a quantificação do valor da quota do sócio, para fins de apuração de haveres, se efetua a partir de balanço contábil especialmente elaborado e no qual se espera ver o patrimônio líquido da sociedade e também, em consequência, o valor patrimonial das quotas do sócio que deixa o contrato e a pessoa jurídica[52].

Ainda fixa o art. 1.031 do Código Civil o prazo de 90 (noventa) dias para que, após liquidados os bens e direitos da sociedade em montante correspondente ao valor patrimonial das quotas do agora ex-sócio, seja realizado o pagamento, de uma só vez e em dinheiro, da quantia devida.

Embora possa parecer adequada e de significativa completude, a redação do ora analisado artigo do Código Civil omite-se sobre pontos de grande relevância para a disciplina legal da apuração de haveres e, por outro lado, regula de forma ineficiente outros aspectos de importância para a questão. Cumpre apresentar tais lacunas ou inadequações normativas, o que se passa a fazer, começando pelo critério adotado para cálculo do valor das quotas.

O valor do patrimônio líquido de uma pessoa jurídica – e o decorrente valor patrimonial de suas quotas

---

de 1917 e Dec. Lei n. 3.708/19, por exemplo. Segundo Hernani Estrella, dentre a grande diversidade de critérios adotados, aquele baseado no último balanço aprovado se mostrava, em nossa *"tradição inveterada"*, o preferido. ESTRELLA. Hernani. *Apuração de haveres de sócio*... Ob. Cit. Pg. 173.

52 É necessário lembrar que há diversos critérios possíveis de serem empregados na elaboração de um balanço contábil. Isto significa dizer que, dependendo do critério adotado e da modalidade de balanço contábil realizada, serão obtidos resultados econômicos diferentes. RIBAS. Roberta de Oliveira e Corvo. Apuração de Haveres na Sociedade Empresária Limitada. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 270 e segs.

ou ações – não é considerado, sob os aspectos econômico e gerencial, o critério mais adequado para se avaliar um empreendimento.

Umas das razões está na constatação de que os balanços contábeis de uma sociedade, por mais cuidadosos e detalhados que sejam, são quase que imediatamente desatualizados, por força de circunstâncias fáticas e jurídicas inerentes à atividade econômica.

Elaborados com base em informações referentes a um momento determinado, os valores lançados nas demonstrações contábeis de uma pessoa jurídica são inevitável e rapidamente alterados, tanto pela ação de fatores decorrentes das atividades negociais da sociedade - números de compras e vendas, lucros, despesas, etc. – quanto pela natural depreciação de seus bens e direitos[53].

Outro fator que compromete o critério de quantificação dos haveres de sócio fixado pelo Código Civil está na existência, no patrimônio social, de bens e direitos imateriais[54] ou "intangíveis", cuja adequada quantificação contábil se revela extremamente complexa.

Qual, por exemplo, é o correto valor de uma determinada marca? Como atribuir valor ao endereço – o chamado "ponto" - no qual esteja localizado o empreendimento? Qual a diferença, em termos de faturamento, entre o atendimento aos clientes realizado

---

[53] Veja-se, por exemplo, uma sociedade cujos ativos estejam atrelados ao valor do Dólar: uma guinada brusca na cotação desta moeda em relação ao Real – algo que pode ocorrer "de um dia para o outro" – altera bruscamente o valor dos ativos ou do passivo da sociedade, refletindo diretamente na apuração dos haveres do sócio.

[54] Tratam-se de bens e direitos sem existência física, como patentes e direitos sobre marcas ou referentes ao "ponto comercial". COELHO. Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial. Vol. I*. 17ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013. Pg. 169.

pelo sócio que está saindo ou por aqueles que permanecem no quadro social?[55]

A quase imediata desatualização dos Balanços contábeis, somada à significativa – e inevitável - arbitrariedade na fixação do valor de mercado (ou "preço de saída", como prefere o Código de Processo Civil) dos bens intangíveis tornou, na realidade dos fatos, o valor patrimonial de quotas ou ações referência menos relevante, para os fins aqui tratados.

Pode-se constatar que o procedimento de avaliação de uma empresa – denominado *valuation* – segue, em matéria de administração financeira e contábil, outros critérios que, embora também imperfeitos, se mostram mais adequados à necessidade de se quantificar, em moeda corrente, um empreendimento empresarial e a correspondente fração de cada um dos sócios[56].

---

[55] Por isso é possível afirmar que uma apuração de haveres realizada sob as regras do art. 1.031 do Código Civil será ficta e presumida, pois efetuada a partir do valor de mercado atribuído aos ativos sociais segundo regras contábeis de avaliação, e não com a efetiva alienação de tais bens e direitos.

O art. 606 do Código de Processo Civil de 2015 também adotou, como já aqui ressaltado, o valor patrimonial da quota como critério de apuração dos haveres de sócio. Em seu texto, tal dispositivo da lei processual refere-se expressamente à inclusão dos "intangíveis" no cálculo do patrimônio social, sem considerar, ao que parece, as dificuldades inerentes à quantificação de seu "preço de saída", que, em outros termos, corresponde ao presumido e ficto valor de mercado do bem avaliado.

[56] Dentre os métodos de avaliação de empresas - *business valuation* – o chamado método do "fluxo de caixa descontado" é, atualmente, o mais empregado, pois se baseia na perspectiva de lucratividade futura do empreendimento avaliado e não apenas no valor dos bens e direitos utilizados.

Em absoluta síntese, o método do "fluxo de caixa descontado" – FCD - projeta os ganhos potenciais da empresa para o futuro e os submete a uma taxa de desconto, com o objetivo de encontrar seu valor no presente.

No que tange a omissões, chama atenção que o art. 1.031 do Código Civil tenha deixado de disciplinar qualquer aspecto referente a forma ou prazo para liquidação dos bens e direitos correspondentes ao valor da quota do sócio que deixa a sociedade.

Segundo o art. 1.031 do Código Civil, os haveres do sócio devem ser pagos em, no máximo, 90 (noventa) dias, "a partir da liquidação" deles[57]. Portanto, somente após vendidos os bens da sociedade correspondentes à fração do sócio que está saindo é que se pode iniciar a contagem do prazo citado. O que fazer, então, se a sociedade prolonga indefinidamente, pelas mais diversas razões, a venda aqui referida[58]?

Assim, de nada adianta o exíguo prazo de 90 (noventa) dias para pagamento dos haveres ao sócio se este prazo só se inicia com o término da liquidação da parte dos bens da sociedade correspondente às quotas apuradas, algo que, como se viu, não tem qualquer prazo para duração estabelecido pelo art. 1.031 do Código Civil.

Se as apontadas omissões ou inadequações do art. 1.031 do Código Civil comprometem o direito do sócio titular dos haveres, a ali prevista regra supletiva de pagamento único, em dinheiro, dos haveres apurados

---

Coloca-se em perspectiva o potencial de geração de ganho da empresa e abate-se deste valor futuro uma taxa de desconto, que o trará para o presente. (GITMAN. Lawrence J. MADURA. Jeff. *Administração Financeira*. Pearson, Addison Wesley. São Paulo. 203. Pg. 89 a segs.)

[57] Este prazo e forma de pagamento são adotados, em havendo omissão contratual, também pelo art. 609 do Código de Processo Civil de 2015.

[58] Como exemplo destas "mais diversas razões" tem-se desde aquelas independentes da vontade das pessoas envolvidas - como dificuldade para encontrar compradores e risco de inadimplência - quanto outras que muitas vezes decorrem da ação deliberada dos sócios remanescentes, com o objetivo de minimizar as perdas patrimoniais com o pagamento dos haveres.

certamente representa desfalque significativo no patrimônio de qualquer sociedade, o qual muitas vezes poderá mesmo inviabilizar a continuação das atividades da pessoa jurídica.

Mais adequado e factível seria que se estipulasse o pagamento parcelado dos haveres apurados, de forma a permitir que a pessoa jurídica se reorganizasse patrimonialmente enquanto efetuasse a quitação da parcela do sócio que se retirou do empreendimento.

Deste modo, o critério de apuração dos haveres fixado pelo art. 1.031 do Código Civil é ineficiente tanto para a manutenção das atividades da sociedade quanto – e principalmente – para garantir ao sócio que deixa o empreendimento a adequada quantificação e pagamento do valor de sua participação no patrimônio social.

Como já aqui se disse repetidas vezes, a regulação das sociedades limitadas no direito brasileiro é eminentemente supletiva, especialmente no que tange às relações intrasocietárias. Isto significa que, em regra, o contrato social tem ampla competência para reger as relações entre os sócios, assumindo a legislação o papel de suprir a eventual omissão dos atos constitutivos.

A *dispositividade* é, portanto, regra em matéria de direitos e deveres de sócios quotistas, e isto também se verifica no que tange ao procedimento de apuração de haveres, pois tanto o art. 1.031 do Código Civil quanto o Código de Processo Civil (art. 604, II e par. 3º) somente se aplicam em caso de omissão do contrato social sobre o assunto[59].

Diante da autorização expressa e da comentada ineficiência do critério legal de apuração de haveres

[59] O Código de Processo Civil de 2015 admite mesmo que antes do início da perícia para apuração dos haveres, qualquer das partes possa requerer ao juiz que reveja tanto o critério para realização da apuração quanto a data a ser tomada como momento de resolução parcial da relação societária (art. 607).

(pautado pelo valor patrimonial das quotas) resta aos sócios – se pretendem ver adequadamente regulado tão importante aspecto de seus interesses – fixar, no contrato social, as regras sobre os três principais aspectos de um procedimento de apuração de haveres, que são: o critério de quantificação do valor da quota, forma e prazo para realização dos ativos necessários à quitação dos haveres e as condições de pagamento ao sócio que deixa a pessoa jurídica.

Sobre o primeiro destes aspectos, é recomendável que o contrato social estipule um critério de avaliação da empresa – *valuation* – mais factível e, ao mesmo tempo, alinhado com as modernas análises de natureza econômica e gerencial[60], se comparado ao critério legal do valor patrimonial das quotas.

Além disso, deve prever o contrato social as regras de escolha da pessoa ou grupo responsável pela realização da avaliação da empresa, bem como o modo de remuneração destes profissionais e o prazo para início e finalização dos trabalhos de quantificação.

Um grave problema enfrentado pelo sócio que busca a apuração de seus haveres e também pelos responsáveis pela elaboração do laudo de avaliação da empresa está na dificuldade de total acesso aos livros contábeis e demais documentos referentes às atividades negociais da sociedade a ser avaliada.

Tais informações estão, em regra, em poder da administração da pessoa jurídica e são essenciais à apuração de haveres. Sem estas informações, o sócio que deixa a

[60] Neste sentido, o já referido critério do Fluxo de Caixa Descontado – FCD – apresenta-se, a princípio, particularmente interessante, pois se apoia na perspectiva de lucratividade da empresa e não sobre o valor de mercado dos bens e direitos de titularidade da pessoa jurídica. *"Esse método supera algumas das dificuldades do lucro contábil e retrata os potenciais econômicos dos componentes do patrimônio, inclusive o goodwill"*. GORGA. Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Elsevier. São Paulo. 2013. Pg. 221.

sociedade e os peritos responsáveis pela avaliação da empresa não têm como devidamente mensurar a realidade econômico-financeira da pessoa jurídica e assim, seja qual for o critério de apuração de haveres adotado, restará comprometida a eficiência e justiça do procedimento.

Em um procedimento de apuração de haveres, sócios remanescentes e sócio retirante tentarão, em lados opostos, maximizar seus ganhos sobre o patrimônio da sociedade, num *jogo de soma zero* onde o que uma das partes envolvidas ganha é exatamente o que a outra parte perde. Dito de outra forma: quanto mais o sócio retirante extrair do patrimônio da sociedade, no ato de apuração de seus haveres, menos restará aos sócios remanescentes, e vice-versa.

Neste *jogo de soma zero*, os sócios remanescentes, por continuarem em contato com a administração da sociedade, têm uma importantíssima vantagem competitiva, representada pela informação completa sobre a realidade econômico-financeira da empresa, algo que dificilmente estará disponível, em igual proporção, para o sócio que se retira do empreendimento.

Como detentores da completa informação sobre as condições econômico-financeiras da empresa a ser avaliada, os sócios remanescentes podem se valer desta vantagem competitiva e "selecionar" o que informar e o que omitir sobre a questão, tanto aos responsáveis pela elaboração da avaliação quanto – e principalmente – ao sócio que postula seus haveres.

Esta assimetria informacional compromete tanto uma eventual negociação entre os sócios remanescentes e aquele que se retira quanto uma eficiente avaliação das condições econômicas da sociedade. Em razão disso, deve o contrato social procurar reduzir ou minimizar esta assimetria de informações.

Como instrumento de redução da assimetria informacional em um procedimento de apuração de

haveres pode-se, por exemplo, estipular que a sociedade e seus administradores são obrigados a disponibilizar, assim que formalizado o pedido de dissolução parcial da sociedade, uma relação detalhada e atualizada de documentos referentes às atividades da sociedade[61].

É mesmo recomendável, neste sentido, que o contrato social enumere quais são os livros e documentos a serem disponibilizados em favor do sócio que se retira, estipule prazos e sanções pelo descumprimento desta obrigação, bem como que se estenda tal rol a informações como extratos atualizados de contas bancárias e aplicações financeiras, declarações de Imposto de Renda da pessoa jurídica e outras similares.

De posse destas informações, sócios remanescentes e retirante estarão em relativa simetria informacional sobre a realidade econômico-financeira da sociedade e da empresa, o que viabiliza um eficiente procedimento de apuração dos haveres e principalmente a negociação do valor a ser restituído ao sócio que se afasta, de modo a evitar o prolongamento desnecessário da questão.

Se ambas as partes têm informação completa sobre o *status* patrimonial da sociedade e da empresa, perdurar numa discussão - judicial ou não - sobre o valor dos haveres do sócio, para tentar maximizar ganhos, só se justificará se estes eventuais *ganhos marginais* forem superiores aos *custos marginais* decorrentes do prolongamento do procedimento de apuração de haveres[62].

---

[61] Como já salientado, estas informações são essenciais ao procedimento, e se não estiverem disponíveis a todos os interessados – sócios remanescentes, sócio retirante e peritos responsáveis pela avaliação – terão que ser obtidas por via judicial, dificultando – ou mesmo inviabilizando – uma eficiente solução da questão.

[62] Por ganhos marginais entende-se, na situação, aquilo que um dos envolvidos – sócios remanescentes ou retirante - obterá além do que foi oferecido, pela parte contrária, em solução negociada para o pagamento dos haveres.

Além disso, pode – e deve - o contrato social fixar regras mais condizentes com a preservação da empresa, para fins de pagamento dos haveres apurados. É, neste sentido, recomendável abrandar o impacto de tal pagamento sobre o patrimônio da sociedade, com a estipulação de parcelamento e/ou dilação do prazo legal para quitação dos haveres apurados[63].

O Código de Processo Civil supre, em seus artigos 599 a 609, várias destas omissões, além de corrigir algumas das ineficiências apontadas no ora comentado art. 1.031 do Código Civil. Esta regulação não é, entretanto, capaz de atender a todas as constantes divergências que se verificam, especialmente se omisso o contrato social, neste delicado momento na existência de uma sociedade.

Preliminarmente é preciso ressaltar que o artigo 599 do Código de Processo Civil de 2015 cria, ao referir-se à "ação de dissolução parcial de sociedade", uma certa confusão entre esta e o procedimento que a ela se segue, o qual se denomina, como já aqui explicitado, "apuração de haveres".

Em verdade, o que se encontra disciplinado pelo procedimento previsto nos artigos 599 a 609 do Código de

---

Já os custos marginais são, além dos gastos com a demanda e com a produção da informação que respalde maior pedido, os denominados custos de oportunidade, que decorrem da falta de disponibilização completa dos valores apurados enquanto não finalizada a divergência.

Sobre ganhos marginais, custos marginais e custos de oportunidade, confira: PINDICK. Robert. RUBINFELD. Daniel. *Microeconomia.* 8ª edição. Ed. Pearson. São Paulo. 2013. Págs. 220 e segs.

63 Quando os quotistas vão realizar a integralização de sua parcela do capital social, é amplamente admitida a opção por parcelamento ou realização futura do valor das quotas. De forma similar, parece inquestionável admitir-se que os haveres de sócio sejam igualmente pagos de maneira parcelada ou em data futura a ser contratualmente fixada, o que evitará – sem comprometimento dos direitos do sócio que se retira – o salientado impacto negativo sobre as atividades sociais.

Processo Civil de 2015 é, de fato, a forma de quantificação, realização e quitação da parcela do patrimônio social referente à fração do sócio que, seja por exclusão, recesso ou falecimento, deixa a sociedade. Trata-se, portanto, de disciplina da apuração judicial dos haveres de sócio.

É de se ressaltar – e elogiar – também a adesão do Código de Processo Civil à premissa da dispositividade sobre o procedimento de apuração de haveres, como já o fizera o Código Civil. Tal constatação pode ser extraída, por exemplo, do texto dos artigos 604, II e 606, os quais deixam expresso que tanto em relação ao critério quanto ao procedimento de apuração judicial de haveres de sócio prevalecem as regras que, no contrato social, venham a cuidar destes temas[64].

Restam, portanto, válidas as ponderações aqui já feitas sobre a eficiência de se disciplinar este crucial aspecto da existência de uma sociedade com a previsão de regras contratuais capazes de minimizar os conflitos e custos decorrentes da apuração dos haveres de sócio.

Em havendo omissão contratual, o que se pode perceber é que o Código de Processo Civil emprega, como critério para apuração dos haveres de sócio, pelo valor patrimonial das quotas (art. 606), o que não o diferencia, em essência, do que já constava do art. 1.031 do Código Civil.

Por outro lado, dentre as relevantes lacunas preenchidas pelo Código de Processo Civil de 2015 está a expressa referência à data em que se considera, para fins de apuração de haveres, resolvida a relação societária[65]. Trata-

---

[64] A eficiente – e, portanto, elogiável – prevalência das regras contratuais no procedimento de apuração de haveres aplica-se ainda à forma e prazo para restituição, ao sócio que se retira, dos valores apurados (art. 609).

[65] *Art. 605. A data da resolução da sociedade será:*

I - no caso de falecimento do sócio, a do óbito;

se de ponto fundamental, pois é este o momento que serve como referência para a quantificação do patrimônio social[66], a qual será, na omissão do contrato, efetuada através de Balanço Contábil especialmente elaborado pelo perito indicado pelo juiz.

O Código de Processo Civil de 2015 também regulou de forma expressa, em seus artigos 600 e 601, a legitimidade ativa e passiva no procedimento de apuração judicial de haveres de sócio[67], o que minimiza as antigas discussões doutrinárias e jurisprudenciais sobre a questão[68].

II - na retirada imotivada, o sexagésimo dia seguinte ao do recebimento, pela sociedade, da notificação do sócio retirante;

III - no recesso, o dia do recebimento, pela sociedade, da notificação do sócio dissidente;

IV - na retirada por justa causa de sociedade por prazo determinado e na exclusão judicial de sócio, a do trânsito em julgado da decisão que dissolver a sociedade; e

V - na exclusão extrajudicial, a data da assembleia ou da reunião de sócios que a tiver deliberado.

[66] Os haveres devem ser apurados com base na situação patrimonial que a sociedade apresentava na data desta resolução, de forma a evitar que as variações – tanto positivas quanto negativas – no patrimônio da sociedade reflitam-se sobre o direito do agora ex-sócio.

[67] Note-se que ao cuidar da legitimidade ativa em ação de dissolução parcial de sociedade, o art. 600 pár. único do Código de Processo Civil de 2015 acaba por criar, através de via indireta, uma modalidade particular de rompimento parcial do contrato de sociedade.

Esta hipótese de dissolução parcial de sociedade se verifica quando o(a) sócio(a) põe fim ao seu casamento, união estável ou convivência, uma vez que, nestes casos, o seu cônjuge ou companheiro(a) poderá requerer "a apuração de seus haveres na sociedade, que serão pagos à conta da quota social titulada por este sócio".

Assim, estranhamente constata-se que além da exclusão, recesso, falecimento e penhora de quotas, agora a dissolução de casamento, união estável ou convivência do sócio é causa de dissolução parcial da sociedade, algo não abarcado pelo Código Civil.

[68] Sobre a discussão acerca da legitimidade ativa e passiva nas ações de dissolução parcial de sociedade, vale a consulta ao clássico trabalho de

Relevante também a previsão do art. 602 do Código de Processo Civil de 2015, que permite que a sociedade formule, contra o sócio que se retira, pedido de indenização compensável com o valor dos haveres a apurar, quando o integrante que se afasta tenha causado, com sua ação ou omissão, prejuízos às atividades sociais.

O laudo pericial que, na omissão contratual, quantificará o valor patrimonial das quotas do sócio que apura seus haveres em juízo seguirá, para sua produção, os ditames que o Código de Processo Civil estabeleceu em seus artigos 464 e seguintes, alguns dos quais de especial relevância para o tema ora analisado.

O juiz da apuração judicial de haveres de sócio fixará de imediato, ao definir o critério de elaboração da perícia e nomeado o perito (art. 604, II e III), o prazo para entrega do laudo que quantifica o patrimônio da sociedade e o valor das quotas do sócio que se retira (art. 465).

O perito indicado terá o prazo de 5 (cinco) dias, contados da ciência da nomeação, para apresentar seus dados pessoais, profissionais e proposta de honorários (art. 465 par.2º), enquanto as partes terão o prazo de 15 (quinze) dias para indicar assistente técnico, apresentar quesitos e eventualmente suscitar o impedimento ou suspeição do perito (art. 465 par.1º).

Interessante salientar que as partes da ação de apuração judicial de haveres podem, de comum acordo, escolher o perito responsável pela quantificação do patrimônio social, desde que se sejam pessoas plenamente capazes, já que se trata de questão que pode ser resolvida por autocomposição (art. 471).

Nas sociedades anônimas, as regras de apuração de haveres de acionista são essencialmente reguladas pelo art.

Celso Barbi Filho: BARBI FILHO. Celso. *Dissolução Parcial de Sociedade por quotas de responsabilidade limitada.* Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2003.

45 da Lei n. 6.404//76, que opta por utilizar o termo "valor de reembolso" para denominar a aqui referida operação de quantificação e pagamento da parcela do patrimônio social referente às ações de um determinado acionista ou grupo que, por qualquer das razões legalmente previstas, obtém para si o direito de retirada da companhia.

A análise do texto do art. 45 da Lei n. 6.404/76 permite constatar que, de forma análoga ao que se viu no art. 1.031 do Código Civil, também aqui prevalece a regra da *dispositividade*, pela qual os estatutos sociais têm competência para estipular critérios de quantificação, prazos e forma de pagamento do valor de reembolso aos acionistas que exerçam seu direito de retirada da companhia.

Constata-se também que o art. 45 da Lei n. 6.404/76 se refere, em seu parágrafo 1º, ao valor patrimonial das ações não como o critério a ser supletivamente usado para fins de reembolso, mas como um valor mínimo – ou piso – a ser empregado, podendo ser ele, mesmo para esta finalidade, substituído pelo valor econômico das ações dos dissidentes, a ser obtido mediante avaliação da companhia segundo o procedimento disciplinado nos págrs. 3º e 4º do ora analisado artigo.

Tem-se, diante disso, que o valor de reembolso das ações será calculado e pago conforme as regras estatutariamente previstas para o assunto, sendo, porém, vedado o pagamento ao acionista, a título de reembolso ou apuração de haveres, de quantia inferior ao valor patrimonial das ações da companhia – conforme o último balanço aprovado – ou ao valor econômico delas, este último obtido a partir do procedimento disciplinado pelo próprio art. 45 da Lei n. 6.404/76.

Aspecto muito importante do tema está em observar que, nas companhias abertas, o acionista que deseje e tenha o direito de reivindicar sua retirada da sociedade pode optar por simplesmente vender suas ações

em bolsa de valores ou mercado de balcão, recebendo, por elas, o seu valor de cotação praticado no momento da venda.

Ao vender suas ações no mercado de valores mobiliários o acionista dissidente realiza, de maneira praticamente imediata, seu investimento na companhia, sem precisar arcar com os *custos de oportunidade* decorrentes da espera pelo cálculo e pagamento do valor de reembolso de suas ações.

Tem-se, portanto que, nas companhias abertas, o procedimento de cálculo do valor de reembolso – ou apuração de haveres – do acionista somente é economicamente interessante, para o dissidente, se o valor de reembolso apurado for monetariamente superior ao valor de cotação da ação em montante suficiente para justificar os *custos de oportunidade* decorrentes da espera pelo pagamento[69].

Esta opção inexiste nas companhias fechadas, cujas ações não apresentam a livre negociabilidade e liquidez dos títulos emitidos pelas sociedades anônimas de capital aberto. Pode-se então concluir que aos acionistas de companhias fechadas aplicam-se as mesmas considerações feitas acima sobre a importância da disciplina do procedimento de apuração de haveres nos atos constitutivos da sociedade.

Outro aspecto da apuração de haveres segundo o art. 45 da Lei n. 6.404/76 está na constatação de que a forma de escolha dos responsáveis pela produção do laudo de avaliação da companhia está, ao contrário do que se verifica no Código Civil, expressamente disciplinada nos parágrafos 3º e 4º do aqui citado artigo.

---

[69] Para uma acertada escolha entre estas duas opções o acionista dissidente dependerá sobretudo de informações de qualidade sobre a companhia, seu patrimônio e sobre os movimentos do mercado secundário de ações em geral.

Segundo o art. 45 da Lei n. 6.404/76, o laudo de avaliação da companhia será elaborado por três peritos ou empresa especializada a serem indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembleia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto.

Deve-se observar, entretanto, que este procedimento prevalece apenas em caso de inexistência de regra estatutária em sentido diverso pois, como já salientado, o procedimento de apuração de haveres pauta-se, tanto nas sociedades anônimas quanto nas limitadas, pela *dispositividade*.

Outra diferença entre a apuração de haveres nas sociedades limitadas e nas companhias está no fato de que estas últimas podem optar por manter as ações dos dissidentes para si, em vez de enfrentar a uma redução no capital social. Nesta hipótese, os valores de reembolso deverão ser pagos necessariamente com lucros ou reservas – exceto as legais – o que significa, em outras palavras, sem comprometimento do capital social (art. 45 par. 5º)

Se, no prazo de cento e vinte dias, a contar da publicação da ata da assembleia, não forem substituídos os acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas à conta do capital social, este considerar-se-á reduzido no montante correspondente, cumprindo aos órgãos da administração convocar a assembleia-geral, dentro de cinco dias, para tomar conhecimento daquela redução (art. 45 par. 6º da Lei n. 6.404/76)

CAPÍTULO XVI

Dissolução e liquidação total de sociedades

1 – Dissolução de sociedade: caracterização e fases

Os tipos societários disciplinados no Código Civil são, em sua essência, contratos, cujos contornos característicos estão estabelecidos pelo art. 981. Tais modelos de sociedade, ditos contratuais, constituem-se segundo regras legais extremamente semelhantes e estruturadas, a rigor, em duas fases.

A primeira refere-se à constituição da relação contratual entre os futuros sócios. Duas ou mais pessoas decidem estabelecer entre si a relação jurídica societária, caracterizada, repete-se, nos termos do art. 981 do Código Civil.

A partir do contrato social, passa-se à fase de criação do novo sujeito de direitos e obrigações, a pessoa jurídica da sociedade, o que se consegue a partir do cumprimento da formalidade estabelecida pelo art. 985 do Código, consistente no devido registro dos atos constitutivos.

Deste modo, a constituição de uma sociedade passa pelo surgimento, com o contrato social, da relação entre os sócios e culmina com a criação da pessoa jurídica, que se efetua com o registro dos atos constitutivos no local próprio[1].

[1] Deixa-se de lado, para esta finalidade, as chamadas sociedades não personificadas, que, como o próprio nome indica, não alcançam a condição de pessoa jurídica, configurando-se apenas como relações de natureza contratual.

A atividade econômica que será exercida pela pessoa jurídica depende ainda, para sua viabilidade, da formação do patrimônio social, a ser composto, neste início de sua existência, por meio da devida integralização das quotas cabíveis, por cláusula do contrato social, a cada um dos sócios.

Contrato, pessoa jurídica e patrimônio sociais. São estes os três elementos sobre os quais se tem o exercício de atividade econômica – seja empresarial ou não – por meio de sociedade.

Esta breve referência ao regime jurídico de constituição das sociedades contratuais justifica-se para que se possa abordar o processo inverso, consistente no encerramento tanto do contrato social quanto da pessoa jurídica dele decorrente.

Embora tenham um processo constitutivo próprio – e relativamente diferente – também as companhias estão estruturadas sobre um grupo de pessoas (seus acionistas), uma pessoa jurídica e um conjunto de bens e recursos financeiros organizado para o exercício de uma determinada atividade econômica. Por isso, podem ser analisadas paralelamente às sociedades ditas contratuais, para fins do presente capítulo.

Chama-se dissolução de sociedade o conjunto de atos que visam o exato inverso do processo constitutivo[2]. Ao seu final ter-se-á desfeita tanto a relação entre os sócios quanto a pessoa jurídica dela decorrente, com o encerramento de ambas tanto quanto aos seus integrantes quanto a terceiros.

---

[2] A dissolução aqui abordade é classificada como dissolução total de sociedade, em oposição à denominada dissolução parcial, instituto análogo ao aqui estudado, mas de efeitos limitados, em sua abrangência, a um determinado sócio ou grupo de sócios, sem comprometimento da pessoa jurídica.

A dissolução total de uma sociedade personificada passa, portanto, pela resolução de seu ato constitutivo (seu rompimento em relação aos sócios), pelo desfazimento de seu patrimônio (tomado aqui como conjunto de ativos e passivo financeiro e contábil) e, ao final, pelo encerramento da pessoa jurídica.

Primeiramente rompe-se a relação entre os sócios, com a verificação de determinado evento que a lei ou o próprio contrato - ou estatuto, no caso das companhias - estabelecem como causa de sua resolução.

Verificada esta causa, inicia-se o desfazimento do patrimônio da sociedade, após o qual se dá a terceira e derradeira fase do processo de dissolução, marcado pelo fim da pessoa jurídica criada.

Se o termo dissolução total de sociedade significa, em seu sentido amplo, o conjunto destas três fases, ele significa também, em conotação diversa, apenas a primeira delas[3].

Assim, chama-se de dissolução tanto o conjunto de atos – divididos nas três grandes fases citadas – que culminarão com o desfazimento do contrato, do patrimônio e da pessoa jurídica, quanto também se aplica o termo dissolução à primeira destas fases e conjunto de atos, caracterizada pela ocorrência de um determinado evento que tem o poder de provocar o rompimento da relação contratual ou estatutária entre os sócios[4].

Tem-se, deste modo, por dissolução, em sentido amplo, o conjunto formado por todas as fases acima referidas e dissolução, em sentido estrito, como a primeira

---

[3] COELHO. Fábio Ulhôa. *A sociedade limitada no novo Código Civil*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2003. Pg. 142/143.

[4] PENTEADO. Mauro Rodrigues. *Dissolução e liquidação de sociedades*. 2ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2002. Pg. 18 e segs. TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial – Vol. I*. 6ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. Pg. 391.

delas, cujo efeito característico é, como visto, provocar o fim da relação societária entre os sócios[5].

Após desfeita a relação societária entre os membros – dada a ocorrência de um evento que tenha, por lei, contrato ou estatuto, tal poder - a sociedade encaminha-se para a segunda fase, chamada de liquidação e que tem por essencial e mais evidente característica e objetivo a realização dos ativos patrimoniais da sociedade, para pagamento de todas as suas obrigações. Transformam-se bens e direitos em recursos financeiros para, com os mesmos, quitar as obrigações contraídas pela pessoa jurídica.

Ultimada a liquidação do patrimônio – com a distribuição de eventuais sobras patrimoniais entre os antigos sócios – passa-se à terceira fase do procedimento dissolutório, que consiste na formalização do encerramento da pessoa jurídica, o qual deve realizar-se no local e por meio análogo à sua constituição, ou seja, no órgão de inscrição de seus atos constitutivos. Dá-se a esta terceira fase o nome de extinção, quando, uma vez realizada, encerra-se a existência da pessoa jurídica.

Assim, a dissolução em sentido amplo de uma sociedade inicia-se com o rompimento da relação jurídica entre os sócios – o contrato social – passa ao desfazimento do patrimônio e obrigações da sociedade – liquidação – e culmina com o encerramento da pessoa jurídica, sua extinção.

São três fases, que se seguem uma à outra e apresentam, todas, regulação jurídica tanto Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76. Tais regulações aplica-se, com pequenas particularidades a serem analisadas, à generalidade

---

[5] ALBERGARIA NETO. Jason Soares de. A dissolução da Sociedade Limitada no novo Código Civil. (In.) BERALDO. Leonardo de Faria (org.). *Direito Societário na atualidade – aspectos polêmicos*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2008. Pg. 236.

das sociedades regidas pelo Código Civil e às companhias, respectivamente.

2 – Dissolução em sentido estrito: o fim do contrato social e da relação entre os sócios

As circunstâncias que têm o poder de provocar o rompimento do vínculo entre os sócios são estipuladas, em princípio, pela legislação, no caso representada pelos art. 1.033 e 1.034 do Código Civil e pelo art. 206 da Lei n. 6.404/76, que optaram por dividi-las em duas grandes modalidades, ditas judiciais e extrajudiciais.

Chama-se de causas judiciais de dissolução em sentido estrito aquelas cujos efeitos são condicionados a prévia decisão judicial acerca de sua ocorrência em determinada situação concreta. A sentença judicial, proferida após processo no qual se constata a ocorrência da causa dissolutória, é que tem o poder de promover o rompimento do contrato social ou dos estatutos.

Já as causas de dissolução extrajudicial em sentido estrito – também chamadas de causas de dissolução de pleno direito - aplicam-se sem a necessidade de pronunciamento judicial. Isto, porém, não elide a possibilidade de que, se negada a sua ocorrência por quem lhe deva respeitar – os sócios e administradores da sociedade - veja-se discutida em juízo.

2.1 – As causas extrajudiciais de dissolução de sociedade

As causas de dissolução extrajudicial em sentido estrito aplicáveis à generalidade das sociedades previstas no Código Civil estão elencadas em seu art. 1.033, referente às sociedades simples.

A aplicação de tais causas às demais sociedades – tornando-as gerais – se dá por remissão, como no caso das

sociedades em nome coletivo (art. 1.044), em comandita simples (art. 1.051) e principalmente das sociedades limitadas (art. 1.087), esta última por meio de estranha referência indireta, abaixo comentada.

No que se refere às sociedades anônimas e em comandita por ações, tem-se que as causas de dissolução extrajudicial em sentido estrito a elas referentes estão enumeradas no art. 206, I da Lei n. 6.404/76, sendo ali denominadas "de pleno direito".

Analisadas tais causas, vê-se que se referem a díspares ocorrências que vão desde o simples decurso do tempo até a determinação estatal, passando especialmente por hipóteses vinculadas ao comprometimento da relação entre os sócios, seja pela vontade deles próprios ou pela inexistência de requisito fundamental à sua existência (a pluripessoalidade).

A primeira causa mencionada pelos arts. 1.033 do Código Civil e 206, I da Lei n. 6.404/76 relaciona-se ao decurso do tempo como causador do fim do contrato social ou da existência da companhia. Isto porque o término do prazo contratual ou estatutariamente estipulado para a existência da relação de sociedade leva, por óbvio, à sua cessação de efeitos.

Trata-se de simples corolário da regra pela qual o contrato se extingue quando cumprido seu prazo de duração, e com as sociedades não pode e não deve ser diferente ainda que não se tenha, nas companhias, como plenamente configurada uma relação eminentemente contratual entre os acionistas.

Claro que tal hipótese de dissolução só se aplica àquelas sociedades que tenham prazo de duração fixado no contrato social ou nos estatutos. Há, entretanto, significativa peculiaridade a ser aqui apontada, e o Código Civil não ficou alheio à questão.

Em contratos de trato sucessivo – especialmente naqueles chamados de relacionais[6], como é o caso da sociedade – é possível que, ao longo da duração inicialmente estipulada, as partes – no caso, os sócios – resolvam prorrogar a relação entre eles.

Tal prorrogação, quando expressamente estabelecida, permite que o contrato perdure além do prazo inicialmente fixado, seja com novo termo final ou mesmo, a partir de então, sem prazo de duração determinado.

É, porém, possível que as partes de um contrato de trato sucessivo, constituído por prazo determinado, simplesmente optem por sua renovação tácita, a qual se verifica quando, mesmo após cumprido o prazo de duração estipulado, as partes mantêm suas respectivas obrigações e dão continuidade ao vínculo, que a partir de então se prorroga com prazo indeterminado[7].

Esta renovação tácita do contrato de trato sucessivo mostra-se especialmente relevante no caso da relação de sociedade, em que os sócios, após inicialmente estipulado prazo determinado de duração do vínculo entre eles, às vezes disso se esquecem, negligenciando a necessidade de alteração desta cláusula.

Neste caso, bem opta o art. 1.033 do Código Civil por estabelecer que, se decorrido o tempo de duração da sociedade e não iniciada a sua liquidação, reputa-se o contrato social automaticamente prorrogado por prazo indeterminado, regra que adequa a sociedade ao regime jurídico da generalidade dos contratos de trato sucessivo.

---

[6] Sobre contratos relacionais: McNeil. Ian. Contracts: adjustment of long-term economic relations under classical, neoclassica, and relational contract law. *Northwestern University Law Review*. 72. 1977/1978. Disponível em: http//www.heinonline.org. *Site* consultado em 10/09/2014.

[7] É o que se vê, por exemplo, com o contrato de locação de coisa, por força de expressa disposição do art. 574 do Código Civil.

Saliente-se, entretanto, que qualquer sócio poderá, nesta hipótese, exigir em juízo o respeito à cláusula contratual e demandar o início do processo liquidatório, sendo também necessário reconhecer que, se for a vontade dos demais membros, a causa de dissolução total se converterá em dissolução parcial[8].

A causa essencial de dissolução do contrato social é, também como em regra geral, o distrato, consubstanciado na manifestação de vontade das partes no sentido de seu desfazimento. Os partícipes de qualquer contrato devem ter o direito de optarem por sua resolução, ainda que imotivada.

No caso da sociedade, a vontade dos sócios, criadora do contrato e da pessoa jurídica, pode perfeitamente deliberar pelo encerramento de ambos. Não há necessidade de fundamentar o distrato, sendo apenas necessário que o mesmo se dê na mesma forma que o contrato (art. 472 do Código Civil).

Assim, em se tratando das sociedades personificadas do Código Civil, trata-se de decisão de competência privativa dos sócios, a qual será tomada em reunião ou assembleia a ser convocada e instalada segundo as formalidades legal e contratualmente estabelecidas.

Nas sociedades constituídas por prazo determinado, apenas a unanimidade dos sócios pode encerrá-la antes da data estipulada, enquanto nas sociedades constituídas com prazo indeterminado o quorum de deliberação é menor, já que se exige 'apenas'' a concordância da maioria absoluta do capital social[9].

---

[8] BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. Recurso Especial n. 1.035.103. RJ. Relatora Min. Nancy Andrighi. Data de julgamento: 03/11/2009. www.stj.jus.br. *Site* consultado em 02/09/2014.

[9] Esta diferença de quórum deliberativo, conforme a sociedade tenha ou não prazo de duração estipulado, pode ser entendida como uma garantia, conferida aos sócios minoritários, de que o contrato será cumprido na íntegra de sua duração, quando esta é expressamente

As companhias também se dissolvem extrajudicialmente pela simples vontade de seus acionistas, como está expresso no art. 206, I, c da Lei n. 6.404/76. Trata-se de decisão privativa da Assembleia Geral de Acionistas, que, uma vez devidamente convocada e instalada, deliberará, por maioria absoluta de ações votantes – salvo quórum maior previsto estatutariamente, nas companhias fechadas - pelo encerramento das atividades sociais (art. 136, X da Lei n. 6.404/76).

A unipessoalidade da sociedade é, por óbvio, também elencada, tanto pelo Código Civil (art. 1.033) quanto pela Lei n. 6.404/76 (art. 206, I, d), como causa de sua dissolução extrajudicial total, pois nesta hipótese falta requisito essencial à existência da relação societária, a qual, mesmo nas companhias, é baseada na ideia de comunhão de capital e pessoas em torno da atividade econômica a ser exercida.

É possível – e mesmo esperado – que a sociedade se afigure, em determinado momento de sua existência, composta por apenas uma pessoa. Circunstâncias como a morte de um sócio, sua exclusão ou retirada – hipóteses de dissolução parcial – muitas vezes podem levar à presença de apenas uma pessoa no quadro social, desconfigurando a essência contratual do vínculo e da pessoa jurídica dele decorrente.

Em tais situações o Código Civil confere ao sócio remanescente prazo improrrogável de 180 (cento e oitenta) dias – contados da data do arquivamento da alteração

---

fixada, ainda que a maioria do capital deseje o inverso. Nas sociedades por prazo indeterminado, como os sócios não estipularam a duração do vínculo, não se pode submeter seu desfazimento ao acordo da integralidade dos sócios, sob pena de se sujeitar o distrato à vontade da minoria do capital social.

contratual que configura a unipessoalidade - para tomar uma dentre três alternativas[10].

O membro remanescente pode recompor o quadro de sócios, incluindo uma ou mais outras pessoas no corpo social mediante alteração contratual e integralização de novas quotas ou cessão, ao novo integrante, de parte das quotas já integralizadas.

A segunda opção é abdicar da forma societária em favor de uma Empresa Individual de Responsabilidade Limitada, a EIRELI. O sócio remanescente deverá então realizar a transformação da sociedade em EIRELI, o que é expressamente admitido pelo art. 980-A par. 3º do Código Civil.

É também possível que o sócio remanescente decida continuar no exercício da empresa sob a forma de empresário individual. Não é eficiente exigir-se que o sócio se submeta, neste caso, a todo o procedimento liquidatório para, apenas após concluído o mesmo, formalizar sua inscrição como empresário individual, muitas vezes com o mesmo patrimônio e atividade empresarial outrora exercida na forma societária.

Por outro lado, a responsabilidade ilimitada do empresário individual permite que os credores da outrora existente sociedade se vejam tão ou mais garantidos do que antes, motivo pelo qual admite-se que o instituto da transformação seja aqui aplicado, para converter a sociedade em empresário individual (art. 1.033 par único do Código Civil).

Se, porém, não empreendida qualquer destas opções, dentro do prazo legal de 180 (cento e oitenta) dias,

[10] Semelhante causa dissolução societária, aplicável apenas à sociedade em comandita, é aquela prevista pelo art. 1.051 do Código Civil e que incide quando, por período superior a 180 (cento e oitenta) dias, apresenta-se a sociedade deste tipo sem ao menos um sócio de cada uma das duas categorias de membros que a caracterizam, quais sejam: sócio comanditado e sócio comanditário.

só restará ao sócio remanescente o caminho da dissolução e liquidação do patrimônio social.

Quanto às companhias, o restabelecimento do número mínimo de sócios deve ser efetuado até a Assembleia Geral Ordinária seguinte àquela na qual se constatou a presença de um único acionista como titular da totalidade das ações emitidas, ressalvando-se, por óbvio, a sociedade subsidiária integral, essencialmente unipessoal (art. 251 da Lei n. 6.404/76).

A quarta e última causa de dissolução extrajudicial de sociedade – abarcada tanto pelo art. 1033 do Código Civil quanto pelo art. 206, I da Lei n. 6.404/76 - está na determinação estatal, consubstanciada pela retirada, por ato do Poder Executivo, de sua autorização para funcionar[11].

Existem certos tipos de atividades empresariais que, para serem regularmente exercidas, dependem de expressa e específica autorização do Poder Executivo Federal (art. 1.123 do Código Civil).

Tratam-se de atividades que, por diversas peculiaridades, são mais detalhadamente reguladas pela legislação. É o caso, por exemplo, das atividades de loterias (Dec. Lei n. 2.980/1941), mineração (Dec. Lei n. 227/1967) e seguros (Dec. Lei n. 73/1966) [12].

O Poder Executivo Federal, responsável por conceder tal autorização para funcionamento, pode cassá-la, a qualquer tempo, se verificado que a sociedade autorizada tenha infringido disposição de ordem pública ou

---

[11] O art. 206, III da Lei n. 6.404/76 repete tal causa dissolutória citando-a como decorrente não de ato dos sócios (extrajudicial, portanto) mas de decisão administrativa, tomada pela autoridade competente para autorizar o funcionamento da companhia.

[12] Dentre as atividades condicionadas a autorização específica há algumas que só podem ser exercidas por sociedades constituídas sob a forma de sociedades anônimas, como as instituições financeiras e companhias de seguro.

praticado ato contrário aos fins declarados no seu estatuto (art. 1.025 do Código Civil).

A aplicabilidade das causas extrajudiciais de dissolução de sociedade são, como já salientado, independentes de pronunciamento judicial. Porém, em caso de recusa dos sócios ou dos administradores em reconhecer-lhes a incidência, legitima-se a propositura de ação judicial para declarar-se a ocorrência e impor o cumprimento da causa dissolutória, como se pode constatar tanto no art. 1.036 par. único do Código Civil quanto no art. 209, I da Lei n. 6.404/76.

Por tratar-se de matéria de ordem pública, deve-se entender que não apenas o sócio – independentemente de seu percentual do capital social – tem legitimidade para tal pleito, mas também o herdeiro, cônjuge sobrevivente, inventariante de sócio falecido, credores da sociedade ou particulares de sócio (estes no caso de sociedades de responsabilidade ilimitada) e o Ministério Público são legitimados a propositura desta ação de dissolução da sociedade.

Por fim, resta lembrar que tanto no regime da Lei n. 6.404/76 (art. 206, I, b) quanto do Código Civil (art. 1.035) os atos constitutivos – contrato social ou estatuto – estão autorizados a estabelecerem outras causas de dissolução total da sociedade, as quais são aplicáveis extrajudicialmente ou de pleno direito.

2.2 – As causas de dissolução judicial de sociedade

Causas de dissolução judicial de sociedade são aquelas que têm, como requisito de aplicabilidade, um pronunciamento judicial acerca de sua ocorrência e quanto ao seu efeito de promover o rompimento da relação societária. Há apenas duas delas, previstas tanto no Código Civil (art. 1.034) quanto na Lei n. 6.404/76 (art. 206, II).

A primeira refere-se à sentença judicial que anula a constituição da sociedade. Obviamente, quando reconhecida em juízo causa de nulidade do procedimento constitutivo do contrato social ou da pessoa jurídica dele decorrente, deve a mesma sentença determinar a dissolução da relação societária e o imediato início do procedimento liquidatório.[13]

A outra causa dissolutória judicial de sociedade prevista pelo art. 1.034 do Código Civil e pelo art. 206, II da Lei n. 6.404/76 é a referente ao exaurimento ou inexequibilidade do "fim social"[14]. Neste ponto são necessárias algumas observações particularmente relevantes.

O termo "fim social" não pode e não deve ser, em momento algum, confundido com o "objeto social". Fim, finalidade ou objetivo social é a razão última de existência tanto do contrato de sociedade quanto da pessoa jurídica dele decorrente e consubstancia-se, nos termos do art. 981 do Código Civil, na partilha dos resultados financeiros da atividade ou, dito de outra forma, no lucro almejado pelos sócios.

Já objeto social é o meio pelo qual os sócios pretendem atingir tal finalidade, e se corporifica na atividade de natureza econômica – empresarial ou não - estipulada nos atos constitutivos da relação societária.

---

[13] O prazo decadencial da ação de anulação de constituição de sociedade é de três anos, conforme estipulado no art. 45 do Código Civil. Já para as companhias este prazo – prescricional, não decadencial - é de um ano, contado da publicação dos atos constitutivos (art. 285 da Lei n. 6.404/76).

[14] O par. 2º do art. 599 do Código de Processo Civil de 2015 estipula que, para as companhias fechadas, o aqui referido não preenchimento do fim social constitui-se em causa de dissolução parcial – portanto, não mais total – da companhia, desde que demonstrada por acionista ou grupo titular de cinco por cento ou mais do capital social.

Assim, desfeita essa impropriedade terminológica estranhamente elencada tanto no Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76, tem-se que o correto entendimento sobre o exaurimento ou inexequibilidade do fim social é, em verdade, referente ao seu objeto.[15]

Há exaurimento quando a sociedade simplesmente cumpre todos os negócios jurídicos para os quais foi criada. Já a inexequibilidade do objeto social se dá quando tais negócios jurídicos tornam-se, de fato (inexequibilidade fática), ou de direito (inexequibilidade jurídica), impossíveis de serem cumpridos.

É fáticamente inexequível o objeto social que, por exemplo, não pode ser implementado por falta de condições tecnológicas disponíveis, enquanto a inexequibilidade jurídica se manifesta quando a atividade a ser exercida pela sociedade é enquadrada como ilícita pela legislação.

Lembra Alfredo de Assis Gonçalves Neto[16] que o art. 1.034 do Código Civil deixou de se referir à hipótese em que, uma vez reconhecida a insolvência patrimonial da sociedade, sentença judicial lhe decreta a insolvência ou a falência, conforme seja a sociedade regida pelas normas civis ou empresariais. Essa falta foi parcialmente suprida por menção constante do art. 1.044 do Código, aplicável às Sociedades em Nome Coletivo e, por via de remissão, às Sociedades em Comandita e Sociedades Limitadas.

Diz-se parcialmente porque o art. 1.044 desconsidera a insolvência civil como causa dissolutória

---

[15] *"O objecto da sociedade é um elemento essencial do contrato e, portanto, se esse elemento deixa de existir por já estar realizado, a sociedade dissolve-se; os sócios contrataram realizar em comum uma determinada actividade e, ocorrida essa realização, a nada mais estão vinculados"*. VENTURA. Raul. *Dissolução e liquidação de sociedades*. Livraria Almedina. Coimbra. 1999. Pg. 69.

[16] GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa – comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007. Pg. 267/268.

judicial, ao mencionar apenas a falência em seu texto. Deve-se, entretanto, reconhecer que tanto a falência quanto a insolvência civil são forçosamente causas judiciais de dissolução total da sociedade, uma vez que a sentença que decreta uma ou outra implica obrigatóriamente na liquidação do patrimônio empresarial e extinção da atividade.

Ao contrário do Código Civil, a Lei n. 6.404/76 não omitiu a falência como causa de dissolução judicial das sociedades por ações (art. 206, II, c). Obviamente, por se tratarem de sociedades empresárias, independentemente de seu objeto (art. 982 do Código Civil), as companhias estão apartadas do regime de insolvência civil, não havendo, portanto, razão para a ele se referir a legislação.

Resta ainda outra imprecisão do Código Civil a ser aqui abordada, essa ligada à possibilidade de aplicação das causas de dissolução judicial elencadas pelo artigo 1.034 do Código Civil a todos os modelos societários por ele disciplinados.

Tanto o artigo 1.051 (referente às Sociedades em Comandita) quanto o artigo 1.087 do Código Civil (único a referir-se expressamente a causas de dissolução total das Sociedades Limitadas) remetem ao art. 1.044 do Código (regente das causas dissolutórias das Sociedades em Nome Coletivo) e este, por sua vez, faz remissão apenas ao art. 1.033 do mesmo texto legal, o qual enumera as causas de dissolução extrajudicial de Sociedade Simples.

Estariam, portanto, as disposições do art. 1.034 do Código, alusivas às causas dissolutórias judiciais, excluídas de aplicação às Sociedades Limitadas, Sociedades em Comandita e Sociedades em nome Coletivo?

Se, à primeira vista, parece ser esta a resposta, não se pode deixar de reconhecer que o rompimento do contrato social entre os sócios é decorrência inevitável, tanto sob o aspecto fático quanto jurídico, da sentença que anula sua constituição – ou seja, que invalida o contrato

social por vício constitutivo – ou reconhece que seu objeto está exaurido ou tornou-se inexequível. Portanto, e embora sem referência expressa, deve-se reconhecer que a dissolução judicial se aplica, nestes dois casos, também às Sociedades Limitadas, em Comandita e em Nome Coletivo[17].

Discussão antiga, sobre a qual tanto a doutrina quanto a jurisprudência se debruçaram com firmes argumentos em diferentes sentidos, é a que se refere à legitimidade passiva em ações de dissolução judicial de sociedade[18].

Após longo debate caminhou-se, com relativa maioria, para o entendimento segundo o qual deve haver, no caso, litisconsórcio necessário entre a sociedade – pessoa jurídica – e seus sócios[19], posicionamento este que se afigura acertado, posto que a dissolução, em sentido amplo, implica no desfazimento do contrato social – efeito entre os sócios – e da pessoa jurídica.

---

17 José Waldecy Lucena não distingue quanto a aplicabilidade, às Sociedades Limitadas, das causas dissolutórias judiciais e extrajudiciais, previstas respectivamente nos artigos 1.033 e 1.034 do Código Civil, considerando-as todas indistintamente aplicáveis, ainda que reconheça a curiosa "dança remissiva de artigos", termo por ele usado para referir-se à no mínimo inusitada opção do Código Civil pela remissão indireta, a qual se verifica entre os artigos 1.087, 1.044 e 1.033, respectivamente. LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*. 6ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2005. Pg. 788.

18 A respeito das diferentes posições sobre o tema, confira: ALBERGARIA NETO. Jason Soares de. *Partes na ação de dissolução de sociedade por quotas de responsaiblidade limitada*. Tese. (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2001.

19 OLIVEIRA. Rodrigo Pereira Ribeiro de. Dissolução total e liquidação em sociedade limitada. (In.) BERALDO. Leonardo de Faria (org.). *Direito Societário na atualidade – aspectos polêmicos*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2008. Pg. 273/274.

3 – A liquidação do patrimônio social

A liquidação é a fase do procedimento dissolutório – em sentido amplo - na qual o objetivo é encerrar as relações patrimoniais nas quais é parte a pessoa jurídica da sociedade para, posteriormente, se efetuar sua extinção[20]. Neste momento busca-se transformar todos os bens e direitos da pessoa jurídica em recursos financeiros com os quais serão quitadas todas as suas obrigações patrimoniais.

Para que tal objetivo se efetive, a sociedade em liquidação precisa permanecer apta a praticar atos jurídicos, ou seja, é necessário que a mesma tenha a sua personalidade jurídica preservada[21]. Na fase de liquidação, portanto, o que se verifica é que a pessoa jurídica tem alterados o seu objeto e finalidade, mas preservada a sua personalidade.

Enquanto em pleno funcionamento, a sociedade orienta-se para a busca do lucro (fim social) através do exercício de determinada atividade econômica (objeto social) definida pelos sócios e expressa em seus atos constitutivos.

Já enquanto em liquidação, a finalidade da sociedade está em transformar seus bens e direitos em recursos financeiros, realizar o pagamento de todas as obrigações por ela contraídas e ratear a eventual sobra de

---

[20] A liquidação do contrato de sociedade em conta de participação se efetua, dada a inexistência de personalidade jurídica neste tipo societário, por meio de procedimento de prestação de contas (art. 996 do Código Civil).

[21] O art. 207 da Lei n. 6.404/76 é expresso quanto à personalidade jurídica da sociedade em liquidação. Já o Código Civil não contém dispositivo similar, o que, entretanto, não impede a mesma conclusão, dada a própria essência do procedimento liquidatório e dos atos praticados durante seu curso.

patrimônio entre os sócios[22]. Seu objeto social, por sua vez, deixa de ser a atividade econômica prevista em seus atos constitutivos e passa a consistir apenas nos atos necessários à conclusão dos negócios jurídicos contraídos anteriormente à dissolução[23].

A sociedade em liquidação precisa, como qualquer outra pessoa jurídica, de alguém que possa por ela praticar tais atos e negócios necessários à realização de sua nova finalidade. A sociedade em liquidação carecerá, portanto, de um representante legal, papel que, enquanto em pleno funcionamento, cabia a seus administradores.

3.1 – O liquidante da sociedade

O liquidante é a pessoa que concentrará, no processo liquidatório, o poder de representação da pessoa jurídica. Se, enquanto em pleno funcionamento, a sociedade era representada, em todos os seus atos, pelos seus administradores (art. 1022 do Código Civil e art. 138 da Lei n. 6.404/76), agora tal poder passa ao liquidante (art. 1.105 do Código Civil e art. 211, *caput* da Lei n. 6.404/76).

A escolha do liquidante é, nas Sociedades Simples – e, por remissão, também nas Sociedades em Nome Coletivo e em Comandita – feita através de designação em contrato social ou, como é mais comum, por deliberação dos sócios, podendo recair sobre pessoa estranha à sociedade (art. 1038 do Código Civil).

Já no que se refere às Sociedades Limitadas, o Código estabelece que a decisão sobre o nome do

---

[22] *"A liquidação termina quando se fixa, em moeda corrente, o montante preciso da soma a ser reembolsada ao sócio quotista".* CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Limitada*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2006. Pg. 200.

[23] Neste sentido o art. 211 par. único da Lei n. 6.404/76 e art. 1.036 do Código Civil.

liquidante é matéria de competência privativa da assembleia ou reunião de sócios (art. 1.071, VII).

Quanto às companhias, a escolha do liquidante também é, salvo cláusula estatutária diversa, decisão de competência da Assembleia Geral de Acionistas, que poderá também decidir sobre o modo de liquidação e se mantém ou não o Conselho de Administração – se existente, claro – em funcionamento ao longo do processo liquidatório (art. 208 da Lei n. 6.404/76)[24].

O liquidante será investido em suas atribuições pelos então administradores da sociedade em liquidação, imediatamente após a sua escolha. No lapso temporal entre a verificação da causa dissolutória e a investidura do liquidante os administradores só podem realizar o que o Código Civil chama, em seu art. 1.036, de "negócios inadiáveis", sob pena de responsabilidade ilimitada pelas obrigações contraídas nessa circunstância[25].

Os deveres do liquidante estão elencados pelos art. 1.103 do Código Civil e art. 210 da Lei n. 6.404/76. Trata-se de enumeração exemplificativa, pois certamente há outros deveres implícitos à sua atuação no processo liquidatório[26].

---

[24] Diferentemente do que se tem no regime do Código Civil, a Lei n. 6.404/76 prevê, em seu art. 208, a obrigatória existência de Conselho Fiscal no curso do processo de liquidação da companhia, o qual será de funcionamento permanente ou a pedido de qualquer acionista, conforme disposto no estatuto.

[25] Termo de difícil caracterização, os tais "negócios inadiáveis" podem ser abstratamente concebidos como aqueles referentes ao cumprimento de obrigações constituídas antes da verificação da causa dissolutória ou aqueles necessários à preservação do patrimônio da sociedade em vias de encerrar suas atividades e existência jurídica.

[26] Embora voltada para seu encerramento, trata-se a sociedade em liquidação de uma pessoa jurídica representada, como ora se vê, pelo seu liquidante. Este, portanto, não está dispensado, como qualquer representante de pessoa jurídica, dos deveres fundamentais de diligência, obediência e lealdade. Saliente-se, inclusive, que tanto a Lei

A primeira providência legalmente atribuída ao liquidante é tornar pública – portanto, oponível a terceiros - a causa de rompimento do contrato ou estatuto social entre os membros da sociedade, a qual, ao mesmo tempo, constitui-se no termo inicial do processo liquidatório.

Para as causas de dissolução extrajudicial o Código Civil requer a averbação, no órgão de registro da sociedade, do instrumento que formaliza o rompimento do contrato social e, no caso de dissolução judicial, é exigida a publicação da sentença proferida no processo dissolutório.

Já a Lei n. 6.404/76 exige que o liquidante, no cumprimento deste dever, promova o arquivamento (no Órgão Público de Registro de Empresas Mercantis) e publicação da ata da assembleia geral que decidiu pela dissolução extrajudicial da sociedade ou da certidão de sentença que tenha dissolvido judicialmente a companhia.

São também deveres legais do liquidante, tanto no regime do Código Civil quanto da Lei n. 6.404/76, arrecadar bens, livros e documentos da sociedade, elaborar inventário e balanço geral do ativo e passivo[27], ultimar os negócios pendentes, realizar o ativo, pagar o passivo e partilhar o remanescente entre os sócios.

O pagamento das obrigações da sociedade deve se realizar conforme as mesmas regras de preferência e desconto, as quais estão positivadas nos art. 214 da Lei n. 6.404/76 e 1.106 do Código Civil, sendo presumido, em ambos os casos, que existam recursos financeiros suficientes para o integral e tempestivo pagamento de todas

---

n. 6.404/76 (art. 217) quanto o Código Civil (art. 1104) expressamente equiparam, para fins de responsabilidade, o liquidante aos administradores da sociedade em liquidação.

[27] A Lei n. 6.404/76 refere-se, neste ponto, à obrigação do liquidante de providenciar, no prazo fixado pela Assembleia Geral de Acionistas ou pelo juiz – em caso de liquidação judicial - o Balanço Patrimonial da companhia.

as obrigações existentes em nome da pessoa jurídica em liquidação.

Se, no curso da realização do inventário e balanço do ativo e passivo, o liquidante constatar que o patrimônio da sociedade é deficitário, ou seja, que não há recursos financeiros suficientes para saldar todos os débitos da pessoa jurídica, resta-lhe o dever legal de requerer a autofalência da sociedade (art.1.103, VII do Código Civil e art. 210, VII da Lei n. 6.404/76).

Regra absoluta do processo de liquidação é aquela que submete a distribuição de patrimônio entre os sócios ao integral pagamento das obrigações da pessoa jurídica. Em uma sociedade em liquidação os credores sempre recebem antes dos sócios, mesmo no caso da legalmente denominada partilha antecipada (art. 215 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.107 do Código Civil), entendida essa como a realizada após o pagamento integral das dívidas, mas antes do encerramento formal do processo liquidatório.

É também dever do liquidante exigir dos quotistas ou acionistas a integralização de suas quotas ou ações, quando insuficiente o ativo para solução do passivo, além da repartição das perdas, se for o caso.

Em uma Sociedade Limitada ou Anônima os sócios não respondem, com seu patrimônio pessoal, pelas dívidas da pessoa jurídica (art. 1.052 do Código Civil e art. 1º da Lei n. 6.404/76), o que significa que não podem ser chamados a integralizar novas parcelas de capital no momento da liquidação, ainda que o patrimônio social seja insuficiente para a quitação das dívidas da sociedade[28].

Radicalmente diferente é o caso do quotista ou acionista remissos, sendo a eles destinada a cobrança ora analisada. Se, mesmo nas Sociedades Anônimas ou Limitadas, o sócio ainda não houver integralizado

[28] Nesta hipótese a solução será, novamente, o requerimento de autofalência.

totalmente sua parcela de capital social, ele terá o dever de fazê-lo e o liquidante, por sua vez, a obrigação de exigir-lhe tal cumprimento.

A prestação periódica de contas está também entre as obrigações do liquidante, assim como a realização de relatório final e prestação final de contas. Tal dever se realiza em relação aos sócios, mediante convocação, pelo liquidante, de assembleia ou reunião destinada a essa finalidade (Art. 213 da Lei n. 6.404/76 e art. 1.108 do Código Civil).

Tanto a Lei n. 6.404/76 quanto o Código Civil elencam ainda, entre as atribuições do liquidante, o já mencionado poder de confessar falência e também o de "pedir concordata" (sic.). Instituto extinto em nosso ordenamento, a concordata foi, em termos, "substituída" pelo instituto da recuperação de empresas, disciplinado pela Lei n. 11.101/05.

Não se afigura correto entender que a admissão do Código Civil e da Lei n. 6.404/76 ao pedido, pelo liquidante, de concordata possa ser tomado também como autorização para que ele possa requerer a recuperação judicial da sociedade em liquidação.

É no mínimo paradoxal pretender a reestruturação financeira de uma sociedade que está voltada para o encerramento de suas atividades e existência, ainda mais sem a prévia decisão favorável dos sócios. Descabido pensar em recuperar patrimonialmente uma sociedade que se pretende extinguir.

Diferente, porém, é conceber uma eventual renegociação de dívidas com os credores da pessoa jurídica em liquidação. Direitos eminentemente disponíveis, podem eles ser renegociados, de modo a viabilizar seu pagamento.

A destituição do liquidante se efetua judicial ou extrajudicialmente. Em sua forma extrajudicial é ato privativo dos sócios e, assim como se verifica no caso dos administradores, dispensa fundamentação, ou seja, o

liquidante é extrajudicialmente demissível *ad nutum* (art. 1038 par. 1º do Código Civil e art. 208 par. 2º da Lei n. 6.404/76).

Já a destituição do liquidante por via de decisão judicial é, ao contrário, necessariamente fundamentada em "justa causa", a qual está atrelada a comprovado descumprimento dos deveres inerentes à sua atuação.

3.2 – A liquidação judicial de sociedade

A fase de liquidação do patrimônio social é, em princípio, realizada extrajudicialmente – ou, como prefere a Lei n. 6.404/76, "pelos órgãos da companhia" – mas pode excepcionalmente assumir forma judicial, a qual seguirá o rito estabelecido pela legislação processual (art. 1.111 do Código Civil e art. 209 par. único da Lei n. 6.404/76) e terá o liquidante nomeado pelo juiz responsável pela condução do procedimento liquidatório.

A liquidação judicial de sociedade se aplica, tanto no regime do Código Civil quanto da Lei n. 6.404/76, nas hipóteses em que a dissolução em sentido estrito se deu por sentença judicial ou quando a liquidação extrajudicial não for voluntariamente iniciada, logo após ocorrida a causa dissolutória extrajudicial (art. 209 *caput* e n. I da Lei n. 6.404/76, art. 1.036 par. único do Código Civil) [29].

É título executivo judicial a sentença que reconhece a ocorrência de causa de dissolução da sociedade, e sua execução se efetua exatamente por meio do processo de liquidação judicial da sociedade dissolvida.[30] Tem-se, portanto, que quando a sociedade é dissolvida por decisão

[29] Ainda sobre o procedimento de liquidação judicial de sociedade, cabe salientar o art. 1.112 do Código Civil prevê que o juiz do processo liquidatório deve convocar os sócios para participação em assembleia ou reunião na qual deliberarão sobre os interesses da liquidação.

[30] LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Limitadas*... ob. Cit. Pg. 847.

judicial, sua liquidação – execução da sentença dissolutória – se dá em juízo, por meio do rito processual próprio.

É também forçoso reconhecer que se a sociedade está extrajudicialmente dissolvida, sua liquidação deve automática e imediatamente começar, também na forma extrajudicial. Porém, negligenciada esta providência, seja pelos sócios e/ou pelos administradores da sociedade dissolvida, inegável e necessário conceder, como fizeram o Código Civil e a Lei n. 6.404/76, o direito de qualquer sócio pleitear a forma judicial de liquidação.

Tanto o Código Civil quanto a Lei n. 6.404/76 dedicam atenção especial à disciplina da liquidação de sociedade dissolvida por decisão administrativa que extinguiu sua autorização para funcionar (art. 1.033 do Código Civil e art. 206, I, e) da Lei n. 6.404/76). Verificada esta hipótese de dissolução, a liquidação extrajudicial da sociedade deve obrigatoriamente iniciar-se nos 30 (trinta) dias subsequentes.

Se, no prazo acima, os administradores e sócios da sociedade não iniciarem o procedimento liquidatório extrajudicial, o Ministério Público deverá ser comunicado disso pela autoridade que retirou da sociedade a autorização para funcionar, a fim de que pleiteie o início do procedimento liquidatório, agora em sua forma judicial (art. 1.037 do Código Civil e art. 209, II da Lei n. 6.404/76)[31].

---

[31] O artigo 1.037 do Código Civil estabelece ainda, nessa hipótese, o prazo de 15 (quinze) dias para que o Ministério Público promova tal ação de liquidação judicial da sociedade, sob a consequência de, em não o fazendo, permitir à autoridade administrativa que retirou da sociedade a autorização para funcionar a nomeação de interventor na pessoa jurídica, sendo então este último legitimado à propositura da ação de liquidação judicial.

Já a Lei n. 6.404/76 não se refere, em seu art. 209, II, a esta possibilidade de intervenção administrativa na companhia dissolvida, mas autoriza a provocação do Ministério Público, para o requerimento de liquidação judicial da companhia, também se interrompida por mais de 15 (quinze) dias sua liquidação extrajudicial.

4 – A extinção da sociedade e o fim da pessoa jurídica

Dentre as atribuições/deveres do liquidante está o de encerrar o procedimento liquidatório. Isso significa não apenas efetuar sua prestação final de contas como também realizar a última e derradeira fase do processo dissolutório, denominada extinção societária e consistente no encerramento da existência da pessoa jurídica, por meio da competente comunicação ao órgão de registro da sociedade liquidada (art. 1.109 do Código Civil, art. 210, IX e 219 da Lei n. 6.404/76).

Já foi salientado que a extinção da sociedade representa o derradeiro ato na existência da pessoa jurídica, que, após a realização desta fase, deixará de existir como sujeito de direitos e obrigações próprias.

Se, como dito, o objetivo é finalizar a existência da pessoa jurídica, tal providência deve ser tomada exatamente no local aonde tal sujeito de direito foi criado, ou seja, no órgão de registro.

Para tanto, faz-se necessário comprovar que o processo de liquidação do patrimônio social se realizou – ao menos presumidamente - por completo, com o integral pagamento das obrigações contraídas em nome da sociedade.

A presunção de encerramento da liquidação se dá pela apresentação, ao órgão de registro, de um conjunto de documentos de diversas origens e que atestam, sob diferentes âmbitos de entidades públicas e privadas, a inexistência de relações pendentes em nome da sociedade em vias de encerrar sua existência.

Ressalte-se aqui o caráter presumido da comprovação do devido encerramento da liquidação, pois, como se verá em item seguinte, os documentos exigidos não significam que algum débito, especialmente de natureza

privada, tenha restado inadimplido. A obtenção dos documentos exigidos para o encerramento da pessoa jurídica não altera o direito de eventuais terceiros sobre a sociedade, agora não mais uma pessoa jurídica.[32]

Não apenas o encerramento do processo de liquidação é causa de extinção de sociedade. Também a situação de sociedade incorporada por outra, fusionada à outra ou cindida por completo levam à extinção da pessoa jurídica e, neste sentido, tanto o reconhecem o Código Civil (arts. 1118 e 1119) quanto a Lei n. 6.404/76 (art. 219).

Assim, a sociedade incorporada, fusionada ou inteiramente cindida é extinta sem passar pelas fases de dissolução em sentido estrito e liquidação, sendo tais fases substituídas pelos atos necessários à realização da operação de incorporação, fusão ou cisão.

A sociedade incorporada, fusionada ou cindida deixará de existir após a conclusão da operação, mas suas obrigações, bens, direitos e sócios passam a integrar a sociedade incorporadora ou, conforme o caso, aquela que resultou da fusão ou cisão.

5 – Dissolução e liquidação de fato: sua caracterização e efeitos jurídicos e econômicos

Analisadas as três fases inerentes ao processo de dissolução de sociedade personificada, resta lembrar que a observância destas normas, especialmente aquelas atinentes ao processo de liquidação do patrimônio social - quando a sociedade encerra suas relações com terceiros – são de inarredável obrigatoriedade. Não é dado aos sócios

[32] Há uma série de documentos destinados a comprovar a regularidade da liquidação do patrimônio social, especialmente no que tange a débitos de natureza previdenciárias e tributárias. http://www.jucemg.mg.gov.br/ibr/informacoes+documentacaomodelos+sociedade-limitada-distrato. Consulta em 01/09/2016.

promover o encerramento do contrato e da pessoa jurídica por outro modo que não pelo procedimento legalmente estipulado.

É, porém, frequente a situação na qual os sócios encerram a relação societária, colocam fim ao exercício da atividade econômica comum e aos bens usados nessa atividade sem, entretanto, observar as normas reguladoras tanto da dissolução quanto da liquidação das obrigações da sociedade[33].

Há, nestes casos, o que se pode chamar de dissolução ou liquidação de fato, pois resolve-se a relação contratual entre os sócios – ainda que a causa de tal desfazimento não esteja enumerada em lei – encerram-se as atividades e vendem-se os bens antes usados pela pessoa jurídica sem, como dito, respeito às regras legais de liquidação deste patrimônio.

A sociedade jamais chega à sua extinção, restando juridicamente existente, mas, de fato, não mais em atividade, o que provoca nítida externalização dos custos inerentes a tal extinção.

O procedimento legal de liquidação de sociedade aloca nos sócios os ônus – financeiros ou não – de promover, através dos atos do liquidante, a quitação das obrigações da pessoa jurídica ou, em caso de insuficiência patrimonial, de requerer a sua falência ou insolvência. Se foram os sócios que voluntariamente criaram a sociedade e partilharam seus resultados econômicos, nada mais adequado do que atribuir-lhes os custos de encerramento da relação societária e da pessoa jurídica.

Já quando os sócios optam pela liquidação de fato, promovem eles a pulverização ou externalização dos custos

[33] Para comprovar tal frequência, basta rápida consulta aos repositórios jurisprudenciais do país, em especial do Superior Tribunal de Justiça (www.stj.jus.br), para que se veja o quanto chegam ao Judiciário situações como a descrita.

inerentes ao processo liquidatório, os quais agora recairão essencialmente sobre os credores – voluntários ou involuntários – da outrora existente pessoa jurídica, uma vez que eles dificilmente verão honrados seu legítimo direito de crédito.

Em uma liquidação de fato os sócios encerram as atividades da sociedade sem a preocupação com as regras legais de quitação das obrigações existentes em nome da pessoa jurídica.

As externalidades negativas – como a que se verifica em dissoluções e liquidações de fato – são economicamente caracterizadas como falhas de mercado[34] e, como tais, devem ser corrigidas por meio de instrumentos como as regras jurídicas.

A correção da falha de mercado representada pelas dissoluções ou liquidações de fato está, tanto sob fundamentos estritamente jurídicos quando sob argumentos de natureza econômica, na responsabilização dos sócios de forma pessoal, ilimitada e solidária por todas as obrigações não devidamente quitadas pela pessoa jurídica.

Sob o enfoque econômico, esta responsabilização pessoal dos sócios, em casos de dissolução ou liquidação de fato, é medida que visa internalizar os custos da irregularidade dissolutória ou liquidatória, os quais, de outra forma, são externalizados, gerando ineficiência do mercado e comprometimento do instituto da personalidade jurídica e da própria regra de responsabilidade limitada dos sócios[35].

---

[34] *"Quando há externalidades, a alocação de bens pelo mercado é ineficiente."* STIGLITZ. Joseph E. WALSH. Carl. E. *Introdução à Microeconomia*. 3ª edição. Editora Campus. Rio de Janeiro. 2003. Pg. 194.

[35] A própria regra da responsabilidade limitada do sócio é vista por Richard Posner como externalidade, uma vez que permite aos empreendedores – no caso, aos sócios – dividirem com seus credores o risco de fracasso econômico da empresa (POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th ed. Wolters Klumer Law & Business. 2007. Pg.

Internalizar significa criar incentivos para que os agentes econômicos causadores de externalidades negativas (os sócios que liquidam irregularmente a sociedade, por exemplo) levem em conta os custos destas externalidades, antes de agir no mercado[36].

Assim, quando se atribui aos sócios, de forma pessoal e ilimitada, os custos decorrentes da negligência às normas dissolutórias, busca-se incentivar-lhes a evitar tais custos, o que conseguirão se optarem pelo procedimento regular de liquidação.

Se não aplicada a internalização dos custos decorrentes da liquidação de fato, os mesmos serão dispersos por todo o mercado, na medida que afetarão os credores da sociedade irregularmente liquidada e, por via indireta, todo os demais tomadores de crédito.

Deixar de sancionar, com a ilimitação de responsabilidade dos sócios, a dissolução ou liquidação de fato é, por outro lado, criar incentivo para que os sócios negligenciem as determinações legais reguladoras do processo liquidatório, gerando grave externalidade negativa caracterizada, como apontado, pela pulverização, entre os credores da sociedade, dos prejuízos decorrentes do fim da atividade empresarial.

A responsabilização pessoal, ilimitada e solidária dos sócios, em hipóteses de dissolução ou liquidação de fato, é também plenamente fundamentada e explicada à luz de critérios estritamente jurídicos, baseados em simples

---

425). Vale, porém, lembrar que a limitação de responsabilidade dos sócios funciona como fundamental incentivo ao exercício da atividade empresarial (CATEB. Alexandre Bueno. PIMENTA. Eduardo Goulart. Análise Econômica do Direito Societário. In: TIMM. Luciano Benetti (coord.) *Direito e Economia no Brasil*. 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014. Pg. 226). Tal incentivo, entretanto, só se justifica e sustenta se regular o exercício da empresa.

36 IPPOLITO. Richard. A. *Economics for Lawyers*. Princeton University Press. New Jersey. 2005. Pg. 229.

interpretação da legislação vigente, aqui representada pelo Código Civil.

A dissolução ou liquidação de fato, como aqui definida, acarreta inevitavelmente a irregularidade da sociedade[37]. Sociedade irregular é aquela que inobserva uma ou mais das prescrições normativas atinentes ao seu funcionamento. Como qualquer empresário irregular, a sociedade nesta situação submete-se ao Direito Empresarial, mas apenas no que tange aos ônus da condição de empresário.

Assim, em sociedades de responsabilidade limitada para os sócios, tal benefício não pode ser invocado e a dissolução ou liquidação de fato acarreta, para os antigos sócios, o ônus de ter que responder, com seus bens pessoais, pelos débitos da sociedade.

Deste modo, a extensão da responsabilidade pelas dívidas da sociedade ao patrimônio dos sócios, quando dissolvida ou liquidada de fato a pessoa jurídica, funda-se na irregularidade da sociedade, causada pela inobservância das normas legais disciplinadoras de sua regular dissolução e liquidação.

Por outro lado, não se pode trazer à questão hipótese alguma de desconsideração da personalidade jurídica, a qual tem seus próprios e diferentes fundamentos. A responsabilização dos sócios é, no caso ora analisado, simples decorrência da irregularidade em que incorre a sociedade liquidada de fato[38].

---

37 FÉRES. Marcelo Andrade. *Sociedade em comum: disciplina jurídica e institutos afins*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011. Pg. 195.

38 Decisão do Superior Tribunal de Justiça usa, ao contrário do que ora defendido, a desconsideração da personalidade jurídica como possível fundamento para responsabilização dos sócios em situações de dissolução de fato. Acrescenta ainda a decisão, também em sentido contrário ao aqui exposto, que a dissolução irregular precisa ser aliada, para fins de responsabilização pessoal dos sócios, à confusão ou esvaziamento patrimonial "ardilosamente provocado" para impedir a

Ainda sobre a dissolução ou liquidação de fato, merece abordagem a Súmula n. 435 do Superior Tribunal de Justiça, de 14 de Abril de 2010, a qual é frequentemente invocada para disciplina da matéria. É o seu texto:

Presume-se dissolvida irregularmente a empresa que deixar de funcionar no seu domicílio fiscal, sem comunicação aos órgãos competentes, legitimando o redirecionamento da execução fiscal para o sócio-gerente.

Em verdade, tal Súmula reflete apenas parcialmente os necessários e devidos efeitos da dissolução e liquidação de fato. Deixar de funcionar no seu domicílio fiscal, sem comunicação aos órgãos competentes, é exemplo de negligência a requisito legal de regularidade da sociedade, o que acarreta, como demonstrado, a impossibilidade jurídica de aplicação da responsabilidade limitada para os sócios.

Por outro lado, uma vez cessada a atividade empresarial - seja qual for a causa dissolutória - o descumprimento do obrigatório e imediato início e regular conclusão do processo liquidatório não pode ser atribuído apenas ao(s) sócio(s) gerente(s) da sociedade.

Ao contrário, restou aqui demonstrado que qualquer sócio pode, quando não iniciada, nas hipóteses legais, a liquidação extrajudicial da sociedade, requerer o início da forma judicial do procedimento. A omissão deles leva, deste modo, à irregularidade da sociedade e, como visto, à sua responsabilidade ilimitada pelos débitos contraídos.

Não há, portanto, razão alguma pela qual as dívidas da pessoa jurídica somente possam ser redirecionadas, especialmente no caso de execuções fiscais abarcadas pela

---

satisfação de credores. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. Recurso Especial n. 1.395.228. RJ. Relatora Min. Nancy Andrighi. Data de julgamento: 28/02/2014. www.stj.jus.br. Site consultado em 22/08/2014.

Súmula n. 435 do Superior Tribunal de Justiça, apenas aos sócio(s) gerente(s) da sociedade.

Aquela sociedade que deixa de funcionar em seu domicílio fiscal, sem as devidas comunicações, é exemplo de sociedade irregular e, nesta condição, acarreta para todos os seus membros a obrigação de responder, de forma pessoal e ilimitada, pelas dívidas da pessoa jurídica.

6 – A responsabilidade pelas obrigações não quitadas durante a liquidação da sociedade

A extinção da sociedade tem o poder de encerrar a existência da pessoa jurídica, mas não é causa extintiva das obrigações contraídas em nome dela, ao longo de sua existência, mesmo quando observadas todas as regras referentes ao seu processo de dissolução, em sentido amplo.

O fim da pessoa jurídica não significa, deste modo, que os credores eventualmente não satisfeitos ao longo do processo de liquidação deixem de ter resguardados os seus respectivos créditos. Ao contrário, a incompletude de pagamento do passivo da sociedade, no curso de sua liquidação, representa grave irregularidade que deve ser sanada, através de regra própria, mesmo após extinta a pessoa jurídica originalmente devedora.

Mais uma vez o Código Civil e a Lei n. 6.404/76 contém, respectivamente em seus artigos 1.110 e 218, igual disposição para, neste caso, tratar do direito do credor de sociedade extinta que não tenha sido pago ao longo do processo de liquidação judicial ou extrajudicial da pessoa jurídica. Ambos os citados dispositivos legais conferem a este credor não satisfeito dois direitos.

O primeiro é o de demandar individualmente dos sócios da sociedade extinta o valor de seu crédito. Estes sócios responderão com seus bens pessoais pelo débito não

satisfeito, mas tal responsabilidade é limitada aos valores que eles tenham eventualmente recebido em decorrência da partilha, entre eles, dos bens e direitos da sociedade.

Atribui-se aos sócios da sociedade extinta, tanto no Código Civil quanto na Lei n. 6.404/76, legitimidade passiva em ações nas quais os credores da sociedade extinta venham a demandar seus direitos eventualmente não satisfeitos ao longo do processo liquidatório.

Em primeiro lugar, deve-se entender que a restrição do direito deste credor não pago aos valores que o sócio tenha recebido em partilha somente se aplica àqueles integrantes que tinham, na sociedade extinta, responsabilidade limitada pelas dívidas da pessoa jurídica. Os eventuais sócios de responsabilidade ilimitada – como os da sociedade em nome coletivo e os comanditários – são subsidiariamente responsáveis, com seu patrimônio pessoal, pela totalidade das dívidas da pessoa jurídica e, portanto, não podem invocar o limite referido no art. 1.110 do Código Civil, mesmo após a extinção societária.

Em segundo lugar, vale lembrar que os art. 1.110 do Código Civil e 218 da Lei n. 6.404/76 aplicam-se quando o processo liquidatório efetuou-se conforme as regras procedimentais aqui estudadas.

Se a liquidação judicial ou extrajudicial foi iniciada e finalizada mas restou algum credor não pago, a causa é, em princípio, a falta de cumprimento, pelo liquidante, de seus deveres legais, dentre os quais está o de quitar, com os bens da sociedade em liquidação, a integralidade de suas dívidas (art. 210, IV da Lei n. 6.404/76 e art. 1.103, IV, do Código Civil).

Aos sócios da sociedade extinta não se pode atribuir, em hipótese como essa, as consequências da já mencionada dissolução ou liquidação de fato, uma vez que o procedimento liquidatório estava, como determinam a Lei n. 6.404/76 e o Código Civil, sob a condução do liquidante por eles escolhido.

Correta, assim, a opção legal de impor aos sócios de responsabilidade limitada, como consequência pela falta do liquidante no pagamento das dívidas da sociedade extinta, apenas a eventual perda parcial ou total dos valores recebidos em partilha, o que se faz também em consonância com a regra segundo a qual os credores recebem, no processo de liquidação, antes dos sócios.

A responsabilidade dos sócios pelas dívidas da sociedade extinta não impede, porém, o credor não satisfeito de demandar também, agora contra o liquidante, eventuais perdas e danos decorrentes do não recebimento de seus direitos creditícios.

Era, repita-se, dever do liquidante efetuar, com os bens da sociedade em liquidação, a quitação integral dos débitos da pessoa jurídica e a inobservância, por ele, de tal obrigação sujeita-lhe, em relação aos credores não pagos, a responder pelas eventuais perdas e danos decorrentes de sua omissão. Conclui-se, portanto, que apenas após prescritos, em seus respectivos lapsos temporais, todos os direitos de terceiros contra a pessoa jurídica extinta é que se pode, efetivamente, falar em total encerramento dos efeitos da relação de sociedade e da pessoa jurídica a partir dela criada.

OBRAS CITADAS

ABREU. Maíra Leitoguinhos de Lima. *Invalidação das deliberações do Conselho de Administração*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2015.

AKERLOF. George. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. *Quarterly Journal of Economics*. The MIT Press. 1970. Pg. 488/500.

ALBERGARIA NETO. Jason Soares de. A dissolução da Sociedade Limitada no novo Código Civil. (in.) BERALDO. Leonardo de Faria (org.). *Direito Societário na atualidade – aspectos polêmicos*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2008.

ALBERGARIA NETO. Jason Soares de. *Partes na ação de dissolução de sociedade por quotas de responsaiblidade limitada*. Tese. (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte. 2001.

ALBERT. Miriam. *The Howey Test Turns 64: Are the Courts Grading this Test on a Curve?* Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1666894.

ANTUNES. José Augusto Q. L. Engrácia. *Os Grupos de Sociedades - Estrutura e organização jurídica da empresa plurissocietária*. Livraria Almedina. Coimbra. 1993.

ARAGÃO. Paulo César. *A CVM em juízo: limites e possibilidade*s. www.bmfbovespa.com.br/pdf/ArtigoPauloAragao.pdf.

ARAGÃO. Paulo Cezar. A disciplina do acordo de acionistas na reforma da lei das sociedades por ações (Lei n. 10.303, de 2001) in. LOBO. Jorge. (coord.) *Reforma da Lei das sociedades Anônimas*. 2a edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003.

ARAGÃO. Paulo Cezar. Parecer de Orientação CVM n. 6/1980. http://www.cvm.gov.br/legislacao/pare/pare006.html.

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva & Cia. 1947.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 1ª ed. Campinas. Bookseller. 2001.

ASSAF NETO. Alexandre. *Mercado Financeiro*. 5ª edição. Ed. Atlas, São Paulo. 2003.

BAGLIONI. Angelo. *Shareholders' Agreement and voting power: evidence from Italian Listed firms*. Electronic copy available at: http://ssrn.com/abstract=1092864

BAINBRIDGE. Stephen M. Manne on Insider Trading. UCLA SCHOOL OF LAW. Law & Economics Research Paper Series. Research Paper n. 08.

BAIRD. Douglas G. GERTNER. Robert H. PICKER. Randal C. *Game Theory and Law*. Harvard University Press. Cambridge. 1994.

BAKER, Scott. KRAWIEC, Kimberly D. I*ncomplete Contracts in a Complete Contract World*. http//www.ssrn.com.

BAKER. George. GIBBONS, Robert. MURPHY, Kevin J. *Relational Contracts and the Theory of the Firm*. 1997.

BANDEIRA DE MELLO, Oswaldo Aranha. *Princípios Gerais de Direito Administrativo. V. II*. Ed. Forense. Rio de Janeiro 1974.

BAPTISTA. Luiz O e DURAND-BARTHEZ. Pascal. *Les associations d'enterprises (joint ventures) dans le commerce international*. 24 ëme édition, FEC, 1991. GARCEZ. José Maria Rossani. *Curso de Direito Internacional Privado*. 1ª edição. Edição Revista Forense. Rio de Janeiro. 1999.

BARBI FILHO. Celso. *Acordo de Acionistas*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 1993.

BARBI FILHO. Celso. *Dissolução Parcial de Sociedade Limitada*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2006.

BARBOSA. Henrique Cunha. *A Exclusão do Acionista Controlador na Sociedade Anônima*. Ed. Campus Jurídico. Rio de Janeiro. 2010.

BARBOSA. Marcelo. O direito essencial de fiscalização da gestão dos negócios sociais. (In) SILVA. Alexandre Couto (coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a lei de Sociedades por Ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013.

BARROS. Clemilton da Silva. *O capital social não integralizado e a aferição da capacidade econômico-financeira da empresa nos procedimentos licitatórios*. htttp://jus.com.br/artigos/11233.

BASSO. Maristela. *Joint Ventures - Manual Prático das Associações empresariais*. Livraria do Advogado Editora. Porto Alegre. 1998.

BERLE. Adolf A. MEANS Gardiner C. *The Modern Corporation & Private Property*. Transaction Publishers. 1991 (edição original 1932).

BERLE. Adolf. A. COFFEE JR. John. *Law and the Market: The impact of Enforcement*. The Social Science Research Network Electronic Paper Collection. Working Paper n. 304. 2007.

BÊRNI. Duílio de Ávila. *Teoria dos Jogos*. Reichmann & Affonso Editores. Rio de Janeiro. 2004.

BETTON. Sandra. MOLSON. John. ECKBO. B. Espen. THORBURN. Karin. *Corporate Takeovers*. Tuck School of Business Working Paper No. 2008-47. Social Science

Research Network Electronic Paper Collection: http://ssrn.com/abstract=1131033

BEVILACQUA. Clóvis. *Estudos de Direito e Economia Política*. 2ª edição. H. Garnier Editor. Rio de Janeiro. 1902.

BIERMAN. H. Scott. FERNANDEZ. Luis. *Teoria dos Jogos*. 2ª edição. Pearson Editora. São Paulo. 2010.

BLACK. Fischer. The dividend puzzle. *The journal of portfolio management*.1976.http//web.cenet.org.cn/upfile/46880.pdf

BLACK'S LAW DICTIONARY. Sixth Edition, St. Paul, Minn. West Publishing Co, 1990.

BÓ. Ernesto Dal. Regulatory Capture: a review. *Oxford Review of Economic policy*. Vol. 22. n. 2. Oxford Univesity press. 2006. pg. 203 a 225.

BOCATER. Maria Isabel do Prado. Chinese Wall: a segregação de atividades em conclomerados financeiros como forma de prevenir a ocorrência de atos ilícitos. (In). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011.

BORBA. Gustavo Tavares. Invalidação da assembleia geral e de suas deliberações. (In.) COELHO. Fábio Ulhôa. *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg 373/374.

BORBA. José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 14a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015.

BORGES. Florinda Figueiredo. Os fundos de investimento – reflexões sobre sua natureza jurídica. In: FRANÇA. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Direito Societário Contemporâneo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009.

BORGES. João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre. Vol. II*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1959.

BOTREL. Sérgio. A mesa das assembleias gerais das S.A. (in) BOTREL. Sérgio (Coord.). *Direito Societário – Análise crítica*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2012.

BOTREL. Sérgio. *Direito Societário Constitucional*. Ed. Atlas. São Paulo. 2009.

BRANDI. Tim Oliver. The strike suit: A commom problem of the derivative suit and the shareholder class action. *Dickinson Law Review*. vol. 98. nº 3. 1994.

BULGARELLI. Waldírio. *O Conselho Fiscal nas Companhias brasileiras*. Ed. Revista dos Tribunais, 1988.

BUSHMAN. Robert. M. SMITH. Abbie J. *Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance*. Economic PolicyReview.N.65.2003.http://www.newyorkfed.org.

CAHN. Andreas. DONALD. David C. *Comparative Company Law*. Cambridge University Press. 2010.

CALÇAS. Manoel de Queiroz Pereira. *Sociedade Limitada no Código Civil*. Ed. Atlas. São Paulo. 2013.

CÂMARA. Paulo. (coord.). *Aquisição de Empresas*. Coimbra Editora. Coimbra. 2011.

CAMARGO, João Laudo de. BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação de membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

CAMINHA. Uinie. *Securitização*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2005.

CAMPOS NETTO, Ezequiel de Melo. *Cisão das Sociedades Limitadas*. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

CANTIDIANO. Luiz Leonardo. O papel regulador da CVM. In*: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo. Ed. Revista dos Tribunais, 2005. n. 27.

CARVALHO DE MENDONÇA. J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro, vol. III.* 5ª edição, Livraria Freitas Bastos, São Paulo, 1954.

CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. O papel e o dever da CVM na fiscalização das informações prestadas por companhias abertas de economia mista. (In:) CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord:) *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – Estudos em Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima.* Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

CARVALHO. Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos fundos de Investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013.

CARVALHO. Tomás Lima de. *Fundo de investimento imobiliário – análise jurídica e econômica.* Arraes Editores. Belo Horizonte. 2014.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil – Vol. 13. Parte Especial: Do Direito da Empresa.* Ed. Saraiva. São Paulo. 2006.

CARVALHOSA. Modesto. *Acordo de Acionistas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011.

CARVALHOSA. Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira: alguns aspectos de sua legalidade. CASTRO. Rodrigo Monteiro ARAGÃO. Leandro Santos de. (org.) *Direito Societário. Desafios atuais*. São Paulo Ed. Quartier Latin. 2009.

CARVALHOSA. Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

CATAPANI. Márcio Ferro. As Assembleias Gerais. (In). COELHO. Fábio Ulhôa. *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

CATEB. Alexandre Bueno. PIMENTA. Eduardo Goulart. Análise Econômica do Direito Societário. In: TIMM. Luciano Benetti (coord.) *Direito e Economia no Brasil*. 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014.

CATEB. Alexandre Bueno. SOUZA ROCHA. CARMEN Godoy Vieira de. PIMENTA. Eduardo Goulart. SIQUEIRA. Izes. VELOSO. Silvia Mechelany. Breve Estudo sobre as poison pills no Brasil – O caso MRV versus o caso Tenda. *Revista de Direito Empresarial*. Ano 9. N. 3. Setembro/Dezembro 2012. Curitiba.

CHAVES. Natália Cristina. *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*. Ed. Del Rey. 2006. Belo Horizonte.

COASE, Ronald H. *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press. 1990.

COASE. Ronald. "Industrial Organization: a proposal for research". *Policy issues and research opportunities in industrial organization*. New York: National Bureau of Economic Research. 1972. 59-73.

COASE. Ronald. The Nature of the firm. (In:) COASE. Ronald H. *The Firm, the Market and the Law*. The University of Chicago Press. Pg. 33 a 56. Edição original: ECONOMICA, IV, November 1937, pgs. 386/405.

COASE. Ronald. The Nature of the Firm: meaning. (In:) WILLIAMSON. Oliver E. WINTER. Sidney G (ed.). *The Nature of the firm: origins, evolution and development*. Oxford University Press. 1993.

COELHO, Fábio Ulhôa. *A Sociedade Limitada no Novo Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003.

COELHO. Fábio Ulhôa. As Relações Societárias. (In:). COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord:) *Tratado de Direito Comercial. Vol. 4*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

COELHO. Fábio Ulhôa. *Curso de Direito Comercial*. 17ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013.

COMPARATO. Fábio Konder. *Direito Empresarial*. 1ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 1995.

COMPARATO. Fábio Konder. FILHO. Calixto Salomão. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2008.

COMPARATO. Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres*. Ed. Forense. 1981.

COMPARATO. Fábio Konder. Valor de reembolso no recesso acionário. Revista dos Tribunais. V. 563. São Paulo.

COOTER. Robert. ULEN. Thomas. *Direito e Economia*. Ed. Bookseller. Porto Alegre. 2012.

CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Business Judgment rule*. (In.). SILVA. Alexandre Coutro (Coord.). *Direito Societário – Estudos sobre a Lei de Sociedades por ações*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2013.

CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2001.

CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima*. Ed. Aide. Rio de Janeiro. 1989.

CORRÊA LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Limitada*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2006.

CORRÊA-LIMA. Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. 2ª edição. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2003.

CORRÊA-LIMA. Sérgio Mourão. PIMENTA. Vinícius Rodrigues. Fundos de Investimento. In: WALD. Arnoldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

CORVO. Erick. Acordos de sócios de sociedades limitadas à luz do Código Civil de 2002. (in:). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.) *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* – Liber Amicorum Prof. Dr. Eramos Valladão Azevedo e Novaes França. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011.

COSTA, Carlos Alexandre J. da. LUCINDA, Cláudio Ribeiro. Comportamento das firmas – análise de mercado, In: SADDI, Jairo. (org.) *Fusões e Aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.

COSTA. Philomeno José da. *Revista de Direito Mercantil. Vol. 78*. São Paulo. Abril/junho 1990.

DEMSETZ. Harold. ACHIAN. Armen A. "Production, Information Costs, and Economic Organization". *American Economic Review*. LXII, December. 1972. 777-95.

DI PIETRO, Maria Silvia Zanella. *Direito Administrativo*. 14ª ed. São Paulo: Atlas. 2002.

DRUCKER, Peter F. *Introdução à Administração*. São Paulo: Thomson – IOB, 2004.

EASTERBROOK, Frank H. FISCHEL, Daniel R. Close Corporations and Agency Costs, 38 *Stanford Law Review*. 271, 277 (1986).

EASTERBROOK. Frank H. FISCHEL. Daniel R. *The Corporate Contract*. (in) BEBCHUCK. Lucien Arye. (coord.) *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press. 2005. Pg. 191.

EASTERBROOK. Frank H. FISCHEL. Daniel. R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press. Cambridge. 1996.

EID JR. William. Custos de manter uma sociedade anônima no Brasil.http://cef.fgv.br/sites/cef.fgv.br/files/file/Custos%20de%20manter%20uma%20Sociedade%20Anonima.pdf.

EIRIZIK. Nelson. *A Lei das S.A Comentada*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2012.

EIZIRIK. Nelson. Conselho Fiscal. (in:) LOBO. Jorge. (coord). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2003.

EIZIRIK. Nelson. GAAL. Ariádna B. PARENTE. Flávia. HENRIQUES. Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais – Regime jurídico*. 2ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2008.

ESTRELLA. Hernani. *Apuração dos haveres de sócio*. 2ª Edição, Editora Forense, Rio de Janeiro, 1992.

FABOZZI. Frank J. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale ICF Working Paper n. 07-07. Social Science Research Network. Electronic Paper Collection: http://ssrn.com/abstract=997079.

FÉRES. Marcelo Andrade. *Sociedade em comum: disciplina jurídica e institutos afins*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2011.

FERNÁNDEZ. Joan Egea. protocolo familiar y pactos sucesórios. *Revista para el análisis del derecho*. Barcelona. Julho 2007.

FERREIRA. Waldemar. *Tratado de Direito Comercial. Vol. IV*. Ed. Saraiva. São Paulo. 1961.

FILHO. Calixto Salomão. *Direito Concorrencial – as estruturas*. 3ª edição. Ed. Malheiros. São Paulo. 2007.

FORTUNA. Eduardo. *Mercado Financeiro – produtos e serviços*. 19ª edição. Qualitymark Editora. Rio de Janeiro. 2014.

FOX. Justin. *O mito dos mercados racionais: uma história de risco, recompensa e decepção em Wall Street*. Ed. Best Seller. Rio de Janeiro. 2009.

FRANTZ. Pascal. INSTEFJORD. Norvald. Corporate Governance, shareholder conflicts and audit quality. http://ssrn.com/abstract=669024.

FREITAS. Bernardo Vianna de. QUEIROZ. Júlio Antônio Nunes. Conflito de Agência nas Sociedades Anônimas: uma análise sob a perspectiva da teoria dos jogos. In: CASTRO. Moema Augusta Soares de. (Coord.) Sociedade Anônima e Mercado de Capitais – Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

FREITAS. Ricardo dos Santos. *A Natureza Jurídica dos fundos de investimento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2006.

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. 3th ed. New York: John Wiley & Sons, Inc, 2002.

GITMAN. Lawrence J. MADURA. Jeff. *Administração Financeira*. Pearson, Addison Wesley. São Paulo. 203.

GOETZ, Charles J. SCOTT, Robert E. Principles of Relational Contracts. *Virginia Law Review*. Vol. 67. n. 6 (Sep. 1981) pgs. 1089 a 1150.

GONÇALVES NETO. Alfredo de Assis. *Direito de Empresa – Comentários aos artigos 996 a 1.195 do Código Civil*. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2007.

GONÇALVES. Fernando. MOURÃO. Gustavo César de Souza. Os contratos de derivativos e a impossibilidade de revisão por onerosidade excessiva ou imprevisão. In: WALD. Arnoldo. GONÇALVES. Fernando. CASTRO. Moema Augusta Soares de. (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais – homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa Lima*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

GORGA. Érica. *Direito Societário Atual*. Ed. Campus Jurídico. São Paulo. 2013.

GORTON. Gary. WINTON. Andrew. *Financial intermediation*. National Bureau os Economic Research, Working paper 8928. 2002.Cambridge http://www.nber.org/papers.html.

GOWER, L.C.B. *Gower´s Principles of Modern Company Law*. London: Sweet & Maxwell. 1992.

HAHN. Frank. General Equilibrium Theory. (In:) BELL. Daniel. KRISTOL. Irving. *The Crisis in Economic Theory*. Basic Books. New York. 1981.

HOPT. Klaus J. Modernização do Direito Societário: perspectiva transatlântica. *Revista Direito GV*. N. 7. Jan-jun. 2008. São Paulo. Pgs. 49 a 64.

HORTA. Raul Machado. *Direito Constitucional*. 2ª edição. Ed. Del Rey. Belo Horizonte.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. *Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa.* 5ªedição. Disponível:*http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/codigoMP_5edicao_baixa[1].pdf.*

IPPOLITO. Richard. A. *Economics for Lawyers*. Princeton University Press. New Jersey. 2005.

IRUJO. José Miguel Embid. *Grupos de Sociedades y Acionistas Minoritários (La tutela de la Minoria en Situaciones de Dependencia Societária y Grupo)*. E. Ministerio de la Justicia. Madrid. 1987.

JARRELL. Gregg A. BRICKLEY. James A. NETTER. Jeffry M. in. *Foundations of corporate Law*. ROMANO. Roberta. Org. Foundation Press. New York.

JENSEN. Michael C. FAMA. Eugene F. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.

JENSEN. Michael C. MECKLING. William H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics,* October, 1976, V. 3, No. 4, pp. 305-360.

JENSEN. Michael C. MURPHY. Kevin J. Remuneration: where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them. ECGI Working Paper Series in finance. N. 44/2004, july 2004. Social Science Research Network Electronic Paper Collection: http://ssrn.com/abstract=561305.

JENSEN. Michael C. SMITH JR. Clifford W.Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of agency theory. *Recent Advances in Corporate Finance*, E. Altman and M. Subrahmanyam, Editors (Dow-Jones Irwin, 1985).

JENSEN. Michael C. *The takeover controversy: analysis and evidence*. Midland Corporate Finance Journal, Volume 4, No. 2, Summer 1986.

JOO. Thomas Wuil. Theories and models of Corporate Governance. UC Davis Legal Studies Research Paper Series. Research Paper No. 213 March 2010. http://ssrn.com/abstract=1543397.

JORDAN. Thomas E. *Sir William Petty, 1623-1687: the genius entrepreneur of seventeenth-century* Ireland (Lewiston 2007).

KAHAN. Marcel. *An Economic Analysis of Rights of First Refusal*. New York University Center for Law and Business. Working Paper #CLB-99-009. 1999.

KECSKÉS. András. HALÁSZ. Vendel. Hostile takeover bids in the European Union: regulatory steps em route to an integrated capital Market. *Revista Brasileira de Estudos Políticos*. Belo Horizonte. N. 109. Jul/dez 2014. Pg. 105.

KELSEN, Hans. *Teoria Geral do Direito e do Estado*. 3ª edição. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

KRAAKMAN. Reinier. HANSMANN. Henry. ARMOUR. John. Agency problems and Legal Strategies. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. Second Edition. Oxford.

KREPS, David M. *A Course in Microeconomic Theory*. New Jersey: Princeton University Press, 1990.

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luis. *A Lei das S. A. Vol. II*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

LAMY FILHO. Alfredo. Temas de S.A – exposições - pareceres. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2007.

LANA. Henrique Avelino. *Dissolução Parcial nas Sociedades Limitadas*. Arraes Editores. Belo Horizonte. 2012.

LEUZ. Christian. SCHRAND. Catherine. *Disclosure and the cost of capital: evidence from firm's responses to the Enron shock*. Disponível em: http://www.nber.org/papers/w14897.

LEUZ. Christian. VERRECCHIA. Robert. E. *The Economic Consequences of Increased Disclosure*. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=171975.

LEUZ. Christian. WYSOCKI. Peter. *Economic consequences of financial reporting and disclosure regulation: a review and suggestions for future research*. http://ssrn.com/abstract=1105398.

LEVITT JR. Arthur. The numbers game. *The CPA Journal*. Dec. 1998; 68, 12-19. http://www.ssrn.com.

LJUNGQVIST. Alexander. IPO Underpricing. ECKBO. Espen. (ed:). *Handbook in corporate finance: Empirical corporate finance*. 2004.

LUCENA. José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei. Vol. I*. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2009.

LUCENA. José Waldecy. Das Sociedades Limitadas. 9ª edição. Ed. Renovar. Rio de Janeiro. 2012.

MACKAAY. Ejan. ROSSEAU. Stéphane. *Análise Econômica do Direito*. 2a edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2015.

MAGALHÃES, Rodrigo Almeida. PEREIRA, Henrique Viana. *Princípios Constitucionais de Direito Empresarial: A função social da empresa*. Editora CRV. Curitiba. 2011.

MANKIW, Gregory. *Introdução à Economia*. 3ª edição São Paulo: Thomson. 2005.

MANNE. Henry. G. *Mergers and the Market for Corporate Control*. The Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2. (Apr., 1965), pp. 110-120.

MANNE. Henry. *Insider Trading and the Stock Market*. The Free Press. New York. 1966.

MANNE. Henry. Insider Trading: Hayek, virtual markets, and the dog tha did not bark. *Journal of Corporation Law*, Vol. 31, No. 1, Fall 2005, pp. 167-185

MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. Volume II – Tomo I*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense. 1984.

MARTINS, Fran. Retirada de Sócio por permissão contratual e apuração de Haveres, em Novos Estudos de Direito Societário. Ed. Saraiva, São Paulo, 1987.

MARTINS. Eliseu. GELBCKE. Ernesto Rubens. SANTOS. Ariosvaldo dos. IUDÍCIBUS. Sérgio de. *Manual de Contabilidade Societária*. 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013.

MATTOS. Paulo. (Coord.). *Regulação Econômica e Democracia: o debate norte-americano*. Editora 34. São Paulo. 2004.

McNeil. Ian. Contracts: adjustment of long-term economic relations under classical, neoclassica, and relational contract law. *Northwestern University Law Review*. 72. 1977/1978. http://www.heinonline.org.

MENDONÇA. Álvaro Affonso. *Hedge para Empresas – uma abordagem aplicada*. Ed. Elsevier Campus. São Paulo. 2011.

MENEZES. Maurício Moreira. Sociedades controladas, coligadas e subsidiárias integrais. (In.) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.). *Tratado de Direito Comercial. Vol. III*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

MERCURO, Nicholas. MEDEMA, Steven G. *Economics and the law – from Posner to Post-Modernism*. New Jersey: Princeton University press. 1999.

MICKLETHAWAIT. John. WOOLDRIDGE. Adrian. *The Company: a short history of a revolutionary idea*. Modern Library. London. 2012.

MOHIUDDIN. Md. KARBHARI. Yusuf. Audit Committee Effectiveness: A Critical Literature Review. AIUB *Journal of Business and Economics* Volume 9, Number 1. January 2010 pp. 97-125.

MOLL. Douglas K. Minority Oppression & the Limited Liability Company: Learning (or Not) from Close Corporation History. *University of Houston. Public Law and Legal Theory Series* 2006-A-01. disponível em http://*ssrn.com*/abstract=869310. Site consultado em 28/09/2011.

MYERSON, Roger B. *Game Theory: Analysis of Conflict*. Cambridge, Massachussets: Harvard University Press, 1997.

NAGAR. Venky. PETRONI. Kathy. WOLFENZON. Daniel. Governance Problems in Closely-Held Corporations. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* October 2009. http://ssrn.com/abstract=1291612.

NAJJARIAN. Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2010.

NUNES. Marcelo Guedes. Dissolução Parcial na Sociedade Limitada. (IN) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial. Vol. II*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

OLIVEIRA. Fabrício Augusto de. Irving Fisher: do equilíbrio neoclássico à crise do *subprime*. *Revista de História Econômica & Economia Regional Aplicada*. Vol. 8. Nº 15 Jul-Dez 2013.

OLIVEIRA. Rodrigo Pereira Ribeiro de. Dissolução total e liquidação em sociedade limitada. (in.) BERALDO. Leonardo de Faria (org.). *Direito Societário na atualidade – aspectos polêmicos*. Ed. Del Rey. Belo Horizonte. 2008.

OSBORNE, Martin J. *An Introduction to Game Theory*. New York – Oxford: Oxford University Press, 2004.

PATROCÍNIO. Daniel Moreira do. *Sociedade Limitada – Comentários*. Ed. Juarez de Oliveira. São Paulo. 2008.

PEDREIRA. José Luiz Bulhões. A Reforma da Lei das S.A. *Jornal do Brasil*. 24 de Agosto de 1975.

PEIXOTO, Carlos Fulgêncio da Cunha. *Sociedade por Ações. Vol. III*. São Paulo: Saraiva, 1973.

PENTEADO. Mauro Rodrigues. *Consórcio de Empresas*. Ed. Pioneira. São Paulo. 1979.

PENTEADO. Mauro Rodrigues. *Dissolução e liquidação de sociedades*. 2ª edição. Ed. Saraiva. São Paulo. 2002.

PIMENTA. Eduardo Goulart Pimenta. *Exclusão e Retirada de Sócios*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2004.

PIMENTA. Eduardo Goulart. *Contratos de Parceria Empresarial*. Ed. Juarez de Oliveira. São Paulo. 2005.

PINDICK. Robert. RUBINFELD. Daniel. *Microeconomia*. 8ª edição. Ed. Pearson. São Paulo. 2013.

PINHEIRO. Juliano Lima. *Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas*. 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2014.

PINTO JR. Mário Engler. Exclusão de Acionista. *Revista de Direito Mercantil. N*. 54. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 1983.

PINTO JÚNIOR. Mário Engler. *Empresa Estatal*. 2ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2013.

PIOTROSKI. Joseph. SRINIVASAN. Badrinath. *Regulation and Bonding: The Sarbanes-Oxley Act and the Flow of International Listings*. Rock Center for Corporate Governance. Stanford University Working Paper n. 11. 2008. http//www.ssrn.com.

PITTA. Andre Grunspun. O direito do acionista à informação. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. Tratado de Direito Comercial. Vol. IV. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado. Vol n. 49*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1961.

POSNER. Richard. *Economic Analysis of Law*. 7th ed. Wolters Klumer Law & Business. 2007.

RAGHUVANSHI. Raghavendra S. VAIDYA. Nidhi. *Applicability of doctrine of ultra vires on companies*. Pg. 3. http://ssrn.com/abstract=1558971.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 25ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

REQUIÃO. Rubens. *A preservação da sociedade comercial pela exclusão do sócio*. Ed. Acadêmica. Curitiba. 1959.

REYES. Francisco. *Direito Societário Americano: estudo comparativo*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2013.

RIBAS. Roberta de Oliveira e Corvo. Apuração de Haveres na Sociedade Empresária Limitada. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015.

RIBEIRO. Renato Ventura. *Direito de Voto nas Sociedades Anônimas*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2009.

RIZZARDO. Arnaldo. *Direito de Empresa*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 2007.

ROBERT. Bruno. *Dividendo Mínimo obrigatório nas S.A – apuração, declaração e pagamento*. Ed. Quartier Latin. São Paulo. 2011.

ROLDÃO. Nuno Moura. TEIXEIRA. Ana Guedes. O processo de Auditoria Legal. (IN) CÂMARA. Paulo. (coord.). *Aquisição de Empresas*. Coimbra Editora. Lisboa. 2010.

ROMANO. Roberta. BHAGAT. Sanjai. Empirical Sudies of Corporate Law. *Center For Law, Economics and Public Policy - Yale Law School*. Research Paper N. 316. New Haven, May 2005.

ROSSETTI, José Paschoal. ANDRADE, Adriana. *Governança Corporativa – fundamento, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas. 2004.

ROSSETTI, José Paschoal. *Introdução à Economia*. 20ª edição. São Paulo: Ed. Atlas, 2003.

SALAMA. Bruno Meyerhof. *O fim da responsabilidade limitada no Brasil: história, direito e economia*. Malheiros Editores. São Paulo. 2014.

SALOMÃO FILHO. Calixto. *O Novo Direito Societário*. 3ª edição. Ed. Malheiros. São Paulo. 2006.

SALOMÃO NETO. Eduardo. *Direito Bancário*. Ed. Atlas. São Paulo. 2007.

SAMUELSON, Paul A. NORDHAUS, William D. Economia. 16a ed. São Paulo: Mc Graw Hill, 2001.

SCHWARCZ. Steven L. *The future of securitization*. Connecticut Law Review. Vol. 41. Number. 4. May. 2009. Pg. 1315/1324.

SCISINIO. Alaôr Eduardo. *As maiorias acionárias e o abuso do direito*. Ed. Forense. Rio de Janeiro. 1998.

SILVA. Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S.A – business judgement rule*. Ed. Campus Elsevier. Rio de Janeiro. 2007.

SILVA. José Anchieta. *Conselho Fiscal nas Sociedades Anônimas Brasileiras*. Ed. Del Rey. 2000.

SILVA. Leandro Novais e. *Direito bancário – regulação e concorrência*. Ed. Mandamentos. Belo Horizonte. 2005.

SILVA. Wesley Mendes da. ALVES. Luiz Alberto de Lira. *The voluntary disclosure of financial information on the internet and the firm value effect in companies across Latin America*. http://ssrn.com. 493805.

SILVEIRA. Alexandre di Miceli da. *Governança Corporativa no Brasil e no Mundo*. Ed. Elsevier Campus. São Paulo. 2010.

SMITH. Adam. *Riqueza das Nações*. Ed. Hemus São Paulo. 2003.

STANLAKE, George Frederik. *Introdução à Economia*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1993.

STIGLITZ. Joseph E. Principal and Agent. *Princeton, Woodrow Wilson School* - Discussion Paper (12). http://ideas.repec.org/p/fth/priwdp/12.html. 1988.

STIGLITZ. Joseph E. WALSH. Carl. E. Introdução à Microeconomia. 3ª edição. Editora Campus. Rio de Janeiro. 2003.

TEIXEIRA. Egberto Lacerda e GUERREIRO. José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no direito brasileiro*. Ed. José Bushatsky. São Paulo. 1979.

TESTA. Pedro. Anotações sobre o regime jurídico dos *Brazilian Depositary Receipts*. (IN). ADAMEK. Marcelo Vieira Von. (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2011.

TIMM. Luciano Benetti. *O Novo Direito Civil: ensaios sobre o mercado, a reprivatização do direito civil e a privatização do direito público*. Livraria do Advogado Editora. Porto Alegre. 2008.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Modificações introduzidas na Lei das Sociedades por Ações, quanto à disciplina da Administração das Companhias, In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª edição. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 437

TOLEDO. Paulo Fernando Camos Salles de. O Conselho de Administração e a Governança Corporativa. (In:) COELHO. Fábio Ulhôa. (Coord.) *Tratado de Direito Comercial. Vol. 4*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2015. Pg. 207 e segs.

TOMAZETTE. Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. 7ª edição. Ed. Atlas. São Paulo. 2016.

TRINDADE, Marcelo; SANTOS, Aline de Menezes. *Regulação e Autorregulação no Brasil e a crise internacional* [on line] 2009. http://www.bmfbovespa.com.br/juridico/home.asp.

TRINDADE. Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o Mercado de Capitais. (in). SADDI. Jairo (org.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. Ed. IOB. São Paulo. 2002. Pg. 304 e segs.

TROVO. Beatriz. Securitização de Recebíveis. In: GORGA. Érica. SICA. Lígia Paula Pinto (Coord.). *Estudos Avançados de Direito Empresarial*. Ed. Elsevier Campus. 2013.

VAGTS, Detlev. *Basic Corporation Law. Materials – Cases – Text*. 3th edition. University Casebooks series. New York: The Foundation Press, 1989.

VENTURA. Raul. *Dissolução e liquidação de sociedades*. Livraria Almedina. Coimbra. 1999.

VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial – Sociedades*. 3ª edição. Ed. Revista dos Tribunais. São Paulo. 2014.

VERÇOSA. Haroldo Malheiros Duclerc. PEREIRA. Alexandre Demetrius. *Sociedades por ações*. Ed. Revista dos Tribunais. 3ª edição. São Paulo. 2014. pgs. 577 e segs.

VIVANTE, Césare. *Tratado de Derecho Mercantil. Vol. II*. 1ª ed. Madrid: Editorial Réus, 1932.

WATKINS. Thayer. Henry Manne´s position on insider trading and property rights. Disponível em http://www.sjsu.eduu/faculty/watkins/manne.htm.

WEBB. Robert. BRAHMA. Sanjukta. *Mercados Financeiros*. Ed. Saraiva. São Paulo. 2016.

WEBER. Max. *Law in Economy and Society*. Simon and Schuster. New York. 1954. Pg. 50 e segs.

WELCH. Ivo. RITTER. Jay. A Review of IPO activity, pricing and allocations. *Yale International Center for Finance*. Working Paper-No. 02-01. February 8, 2002.

WILLIAMSON. Oliver E. "The vertical integration of production: Market Failure Considerations". *American Economic Review*. LXI (2), May. 1971. 112-123.

WILLIAMSON. Oliver E. MASTEN. Scott E (org.). *The Economics of Transaction Costs*. Elgar Critical writings reader. 1999.

WILLIAMSON. Oliver E. Mergers, acquisitions, adn leveraged buyouts: na efficiency assessment. (In:) BEBCHUK. Lucian Arye (coord.). *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge University Press. 1990.

WILLIAMSON. Oliver E. WINTER. Sidney G. (ed.) *The nature of the firm – origins, evolution, and development*. Oxford University Press. 1993.

YAZBEK. Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Ed. Elsevier Campus. Rio de Janeiro. 2007.

ZANINI. Carlos. Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. (In.) ADAMEK. Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos*. Ed. Malheiros. São Paulo. 2012.