

Sociedades Anônimas

Coordenadores

Maria Eugênia Reis Finkelstein
José Marcelo Martins Proença

Autores

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti
Armando Rovai
Arthur Ridolfo Neto
Cláudio Finkelstein
Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
José Marcelo Martins Proença
Márcio Tadeu Guimarães Nunes
María del Pilar Galeote Muñoz
Maria Eugênia Reis Finkelstein
Mario Engler Pinto Junior
Otavio Yazbek

DADOS DE COPYRIGHT

Sobre a obra:

A presente obra é disponibilizada pela equipe [X Livros](#) e seus diversos parceiros, com o objetivo de disponibilizar conteúdo para uso parcial em pesquisas e estudos acadêmicos, bem como o simples teste da qualidade da obra, com o fim exclusivo de compra futura.

É expressamente proibida e totalmente repudiável a venda, aluguel, ou quaisquer uso comercial do presente conteúdo

Sobre nós:

O [X Livros](#) e seus parceiros disponibilizam conteúdo de domínio público e propriedade intelectual de forma totalmente gratuita, por acreditar que o conhecimento e a educação devem ser acessíveis e livres a toda e qualquer pessoa. Você pode encontrar mais obras em nosso site: xlivros.com ou em qualquer um dos sites parceiros apresentados neste link.

Quando o mundo estiver unido na busca do conhecimento, e não lutando por dinheiro e poder, então nossa sociedade enfim evoluirá a um novo nível.

série **GVlaw**

Maria Eugênia Reis Finkelstein
José Marcelo Martins Proença
Coordenadores

DIREITO SOCIETÁRIO

Sociedades Anônimas

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti
Armando Rovai
Arthur Ridolfo Neto
Cláudio Finkelstein
Ilene Patrícia de Noronha Najjarian
José Marcelo Martins Proença
Márcio Tadeu Guimarães Nunes
María del Pilar Galeote Muñoz
Maria Eugênia Reis Finkelstein
Mario Engler Pinto Junior
Otavio Yazbek

2ª edição

2011





Rua Henrique Schaumann, 270, Cerqueira César — São Paulo — SP
CEP 05413-909 – PABX: (11) 3613 3000 – SACJUR: 0800 055 7688 – De 2ª a 6ª, das 8:30
às 19:30

saraivajur@editorasaraiva.com.br

Acesse www.saraivajur.com.br

FILIAIS

AMAZONAS/RONDÔNIA/RORAIMA/ACRE

Rua Costa Azevedo, 56 – Centro – Fone: (92) 3633-4227 – Fax: (92) 3633-4782 – Manaus

BAHIA/SERGIPE

Rua Agripino Dórea, 23 – Brotas – Fone: (71) 3381-5854 / 3381-5895 – Fax: (71) 3381-0959 – Salvador

BAURU (SÃO PAULO)

Rua Monsenhor Claro, 2-55/2-57 – Centro – Fone: (14) 3234-5643 – Fax: (14) 3234-7401 – Bauru

CEARÁ/PIAUÍ/MARANHÃO

Av. Filomeno Gomes, 670 – Jacarecanga – Fone: (85) 3238-2323 / 3238-1384 – Fax: (85) 3238-1331 –
Fortaleza

DISTRITO FEDERAL

SIA/SUL Trecho 2 Lote 850 — Setor de Indústria e Abastecimento – Fone: (61) 3344-2920 / 3344-2951 – Fax:
(61) 3344-1709 — Brasília

GOIÁS/TOCANTINS

Av. Independência, 5330 – Setor Aeroporto – Fone: (62) 3225-2882 / 3212-2806 – Fax: (62) 3224-3016 –
Goiânia

MATO GROSSO DO SUL/MATO GROSSO

Rua 14 de Julho, 3148 – Centro – Fone: (67) 3382-3682 – Fax: (67) 3382-0112 – Campo Grande

MINAS GERAIS

Rua Além Paraíba, 449 – Lagoinha – Fone: (31) 3429-8300 – Fax: (31) 3429-8310 – Belo Horizonte

PARÁ/AMAPÁ

Travessa Apinagés, 186 – Batista Campos – Fone: (91) 3222-9034 / 3224-9038 – Fax: (91) 3241-0499 –
Belém

PARANÁ/SANTA CATARINA

Rua Conselheiro Laurindo, 2895 – Prado Velho – Fone/Fax: (41) 3332-4894 – Curitiba

PERNAMBUCO/PARAÍBA/R. G. DO NORTE/ALAGOAS

Rua Corredor do Bispo, 185 – Boa Vista – Fone: (81) 3421-4246 – Fax: (81) 3421-4510 – Recife

RIBEIRÃO PRETO (SÃO PAULO)

Av. Francisco Junqueira, 1255 – Centro – Fone: (16) 3610-5843 – Fax: (16) 3610-8284 – Ribeirão Preto

RIO DE JANEIRO/ESPÍRITO SANTO

Rua Visconde de Santa Isabel, 113 a 119 – Vila Isabel – Fone: (21) 2577-9494 – Fax: (21) 2577-8867 / 2577-9565 – Rio de Janeiro

RIO GRANDE DO SUL

Av. A. J. Renner, 231 – Farrapos – Fone/Fax: (51) 3371-4001 / 3371-1467 / 3371-1567 – Porto Alegre

SÃO PAULO

Av. Antártica, 92 – Barra Funda – Fone: PABX (11) 3616-3666 – São Paulo

ISBN 978-85-02-13165-1

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Direito societário : sociedades anônimas / Maria Eugênia Reis Finkelstein, José Marcelo Martins Proença, coordenadores. – 2. ed. – São Paulo : Saraiva, 2011. – (Série GVlaw)
Vários autores.
Bibliografia.
1. Direito empresarial - Legislação - Brasil I. Finkelstein, Maria Eugênia Reis. II. Proença, José Marcelo Martins. III. Série.
09-00458 CDU-34:338.93(81) (094)

Índice para catálogo sistemático:

1. Brasil : Leis : Direito societário 34:338.93(81) (094)

Diretor editorial Antonio Luiz de Toledo Pinto
Diretor de produção editorial Luiz Roberto Curia
Gerente de produção editorial Lúgia Alves
Editora Manuella Santos de Castro
Assistente editorial Aline Darcy Flor de Souza
Assistente de produção editorial Clarissa Boraschi Maria
Preparação de originais Liana Ganiko Brito Catenacci / Maria Izabel Barreiros Bitencourt
Bressan
Arte e diagramação Cristina Aparecida Agudo de Freitas / Claudirene de Moura Santos
Silva
Revisão de provas Rita de Cássia Queiroz Gorgati / Albertina Pereira Leite Piva / Mair de
Fátima Machado Costola
Serviços editoriais Ana Paula Mazzoco / Vinicius Asevedo Vieira
Produção gráfica Marli Rampim
Produção eletrônica Ro Comunicação

Data de fechamento da edição: 25-1-2011

Dúvidas?

Acesse www.saraivajur.com.br

Nenhuma parte desta publicação poderá ser reproduzida por qualquer meio ou forma sem a prévia autorização da Editora Saraiva.

A violação dos direitos autorais é crime estabelecido na Lei n. 9.610/98 e punido pelo artigo 184 do Código Penal.

Aos alunos do GV*law*.

APRESENTAÇÃO

A FGV é formada por diferentes centros de ensino e pesquisa com um único objetivo: ampliar as fronteiras do conhecimento, produzir e transmitir ideias, dados e informações, de modo a contribuir para o desenvolvimento socioeconômico do país e sua inserção no cenário internacional.

Fundada em 2002, a Escola de Direito de São Paulo privilegiou um projeto diferenciado dos currículos tradicionais das faculdades de direito, com o intuito de ampliar as habilidades dos alunos para além da técnica jurídica. Trata-se de uma necessidade contemporânea para atuar em um mundo globalizado, que exige novos serviços e a interface de diversas disciplinas na resolução de problemas complexos.

Para tanto, a Escola de Direito de São Paulo optou pela dedicação do professor e do aluno em tempo integral, pela grade curricular interdisciplinar, pelas novas metodologias de ensino e pela ênfase em pesquisa e publicação. Essas são as propostas básicas indispensáveis à formação de um profissional e de uma ciência jurídica à altura das demandas contemporâneas.

No âmbito do programa de pós-graduação *lato sensu*, o *GVlaw*, programa de especialização em direito da Escola de Direito de São Paulo, tem por finalidade estender a metodologia e a proposta inovadoras da graduação para os profissionais já atuantes no mercado. Com pouco tempo de existência, a unidade já se impõe no cenário jurídico nacional por meio de duas dezenas de cursos de especialização, corporativos e de educação continuada. Com a presente *Série GVlaw*, o programa espera difundir seu magistério, conhecimento e suas conquistas.

Todos os livros da série são escritos por professores do *GVlaw*, profissionais de reconhecida competência acadêmica e prática, o que torna possível atender às demandas do mercado, tendo como suporte sólida fundamentação teórica.

O *GVlaw* espera, com essa iniciativa, oferecer a estudantes, advogados e demais profissionais interessados insumos que, agregados às suas práticas, possam contribuir para sua especialização, atualização e reflexão crítica.

Leandro Silveira Pereira
Diretor Executivo do GVlaw

APRESENTAÇÃO À 2ª EDIÇÃO

O projeto de produção do material bibliográfico do Programa de Especialização e Educação Continuada em Direito *GVlaw* completou dois anos em outubro de 2008. De outubro de 2006 até o final de 2008 tivemos a publicação de 16 volumes, sobre os mais diversos temas, como Responsabilidade Civil, Direito Tributário, Direito Societário, Propriedade Intelectual, Contratos, Direito Penal Econômico, Direito Administrativo, Sociologia Jurídica e Solução de Controvérsias. Além da constante publicação de novos volumes durante esse período, o sucesso de vendas das primeiras 13 obras da série foi tamanho que nos leva ao lançamento da segunda edição dessas obras.

A produção da *Série GVlaw* envolve o trabalho de diversos coordenadores e professores do programa, uma equipe que alia formação acadêmica à experiência profissional. Atualmente, contamos com um grupo de 10 pesquisadores, todos pós-graduandos em Direito, para auxílio na produção dos novos volumes e também para auxílio na atualização dos volumes já publicados.

Nesse contexto, a *Série GVlaw* se consolida como um projeto inovador no mercado editorial jurídico nacional. Ligadas ao projeto diferenciado da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, as publicações do programa *GVlaw* são elaboradas a partir dos temas trabalhados nos cursos de pós-graduação *lato sensu* do programa. Busca-se, assim, produzir conhecimento útil a estudantes, advogados e demais profissionais interessados, considerando-se a necessidade de desenvolvimento de novas habilidades para responder às complexas demandas do mercado de trabalho globalizado.

A partir de 2009, nossas metas de publicação envolvem a produção de livros para todos os nossos cursos de especialização, além da publicação de obras relacionadas aos módulos de educação continuada do programa. Dessa forma, o objetivo é dotar todos os cursos de obras de referência próprias, elaboradas pelo corpo docente do programa e ancoradas em pesquisa jurídica criteriosa, inteligente e produtiva.

O *GVlaw* espera, assim, continuar a oferecer a estudantes, advogados e demais profissionais interessados insumos que, agregados às suas práticas, possam contribuir para sua especialização, atualização e reflexão crítica.

Leandro Silveira Pereira
Diretor Executivo do *GVlaw*

Fabia Fernandes Carvalho Veçoso
Coordenadora de Publicações do *GVlaw*

PREFÁCIO

Esta é mais uma obra que integra o projeto formulado pelo *GVlaw* visando dotar os seus Cursos de Educação Continuada e Especialização de um texto referencial básico para os diferentes segmentos em que se desdobra seu programa de pós-graduação *lato sensu*.

Os artigos selecionados, contudo, não são direcionados apenas aos profissionais que buscam aprimoramento técnico e acadêmico nos diversos cursos oferecidos pela Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, mas, sim, a todos aqueles que buscam ideias modernas, avançadas e atualizadas em matéria societária.

A matéria central deste volume é a sociedade anônima, tema abordado em um dos módulos do curso de especialização em direito societário do *GVlaw*. Na sua análise, o leitor deparará, já no capítulo I, de autoria do professor Márcio Tadeu Guimarães Nunes, com o desenvolvimento de ideias, nem sempre uníssonas, sobre a função e o impacto das sociedades anônimas no sistema jurídico nacional.

Em seguida, José Marcelo Martins Proença cuida dos direitos e deveres dos acionistas, buscando, a título conclusivo, ressaltar a importância da conciliação dos interesses público e privado reunidos no seio da sociedade anônima.

Para analisar as vantagens e desvantagens da abertura do capital social, o professor Otavio Yasbek manifesta o seu erudito entendimento no capítulo III, ficando a cargo da doutora Ilene Patrícia dissertar, no capítulo seguinte, sobre o conceito e as espécies de valores mobiliários.

Assembleias gerais e *joint ventures* são assuntos dos capítulos seguintes, de autoria, respectivamente, dos professores Maria Eugênia Finkelstein e Armando Rovai.

Mario Engler Pinto Junior, no Capítulo VII, refere-se à capitalização da companhia, tecendo importantes e modernos ensinamentos dos interesses em jogo, mostrando a importância da percepção das variáveis que a companhia deve considerar para a tomada da decisão para, em seguida, o

professor Arthur Ridolfo Neto, em estudo multidisciplinar, tratar das demonstrações financeiras da companhia.

As importantes matérias, dissolução das sociedades anônimas e arbitragem no direito societário, complementam a presente obra, sendo autores dos respectivos capítulos os graduados professores Francisco Satiro de Souza Júnior e Cláudio Finkelstein.

Para finalizar, essa 2ª edição traz dois novos capítulos também relevantes para o estudioso do direito. A dissolução parcial da sociedade anônima, de acordo com o “caso Luiz Kirchner”, é analisada pela professora Ana Marta Cattani de Barros Zilveti. Já a sociedade anônima europeia é tratada por María del Pilar Galeote Muñoz.

Nós, coordenadores, agradecemos a todos os coautores pela colaboração na realização deste livro, convencidos de que ele pode ser útil para todos que pretendem compreender alguns aspectos importantes da sociedade anônima, quer para a aplicação profissional, quer para a reflexão acadêmica.

Maria Eugênia Finkelstein
José Marcelo Martins Proença
Coordenadores

SUMÁRIO

Apresentação

Apresentação à 2^a edição

Prefácio

1 FUNÇÃO E IMPACTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO SISTEMA JURÍDICO E ECONÔMICO BRASILEIRO

Márcio Tadeu Guimarães Nunes

1.1 Introdução

1.2 Aos 30 anos, a Lei n. 6.404/76 está ultrapassada?

1.3 Responsabilidade dos controladores: a paradoxal relação entre dispersão acionária e função social

1.4 O impacto dos atalhos jurídicos no desenvolvimento do País

1.5 A autorregulação e o novo mercado

1.6 Conclusão

Referências

2 DIREITOS E DEVERES DOS ACIONISTAS

José Marcelo Martins Proença

2.1 Introdução

2.2 Direitos dos acionistas

2.2.1 Direitos essenciais

2.2.2 Direito de voto

2.2.3 Acordo de acionistas

2.2.4 Suspensão de direitos

2.3 Deveres dos acionistas

2.4 Acionista controlador – deveres e responsabilidades

2.5 Representação

2.6 Conclusão

Referências

3 AS COMPANHIAS ABERTAS – SUA CARACTERIZAÇÃO, AS VANTAGENS E AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Otávio Yazbek

3.1 Introdução

3.2 A definição de companhia aberta na Lei n. 6.404/76 e as suas raízes

3.2.1 Política econômica e legislação acionária a partir da década de 1960

3.2.2 A complexidade da companhia aberta e os conflitos de interesses

3.3 Mecanismos protetivos e soluções organizacionais nas companhias abertas

3.3.1 Regras e procedimentos referentes à prestação e uso de informações

3.3.2 Procedimentos excepcionais de mercado – as ofertas públicas

3.4 A decisão de abertura de capital e seus determinantes

3.5 Conclusões

Referências

4 DAS AÇÕES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS COMO ORIGINADORAS DE OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

Ilene Patrícia de Noronha Najarian

4.1 Introdução

4.2 Conceito de valor mobiliário

4.3 Das ações como geradoras de outros valores mobiliários

4.4 Conclusão

Referências

5 ASSEMBLEIAS GERAIS

Maria Eugênia Reis Finkelstein

5.1 Assembleia geral

- [5.2 Cumulação de assembleias](#)
- [5.3 Convocação](#)
- [5.4 Presença](#)
- [5.5 Mesa diretora da assembleia geral](#)
- [5.6 Presenças obrigatórias em assembleia geral](#)
- [5.7 Assembleia geral ordinária](#)
- [5.8 Assembleia geral extraordinária](#)
- [5.9 Quorum](#)
- [5.10 Ata da assembleia geral](#)
- [5.11 Conclusão](#)
- [Referências](#)

[6 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E AS JOINT VENTURES](#)

[Armando Rovai](#)

- [6.1 Introdução](#)
- [6.2 Da joint venture](#)
- [6.3 Das sociedades anônimas](#)
- [6.4 Da estruturação das sociedades anônimas](#)
- [6.5 Das relações econômicas](#)
- [6.6 Das formalidades da joint venture societária](#)
- [6.7 Da multidisciplinaridade](#)
- [6.8 Conclusão](#)
- [Referências](#)

[7 A CAPITALIZAÇÃO DA COMPANHIA](#)

[Mario Engler Pinto Junior](#)

- [7.1 Delimitação do tema](#)
- [7.2 A companhia como instrumento de organização jurídica da atividade econômica](#)
- [7.3 A distinção entre companhia aberta e fechada](#)
- [7.4 O conceito de capital social e outras figuras correlatas](#)
- [7.5 O capital social como proteção dos credores](#)
- [7.6 A variação posterior do capital social](#)
- [7.7 A composição entre recursos próprios e de terceiros](#)

- [7.8 A captação de recursos de terceiros mediante endividamento](#)
- [7.9 A fixação do capital social e a divisão em ações](#)
- [7.10 O capital autorizado](#)
- [7.11 O aumento de capital com emissão de novas ações](#)
- [7.12 O fundamento do direito de preferência](#)
- [7.13 O direito de preferência na integralização em bens e capitalização de créditos](#)
- [7.14 O direito de preferência na emissão de títulos societários conversíveis em ações](#)
- [7.15 O aumento de capital por subscrição particular](#)
- [7.16 O aumento de capital por subscrição pública](#)
- [7.17 Os critérios para fixação do preço de emissão](#)
- [7.18 Conclusão](#)
- [Referências](#)

[8 AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA](#)

[Arthur Ridolfo Neto](#)

- [8.1 Introdução](#)
- [8.2 Atividades empresariais e a contabilidade](#)
 - [8.2.1 Determinação de objetivos e estratégias corporativas](#)
 - [8.2.2 Obtenção de financiamentos](#)
 - [8.2.3 Investimentos](#)
 - [8.2.4 Atividades operacionais](#)
 - [8.2.5 Demonstrações contábeis e as atividades da empresa](#)
- [8.3 Contas do balanço patrimonial – lançamento e avaliação](#)
 - [8.3.1 Metodologia de registro contábil](#)
 - [8.3.2 Contas do razão](#)
 - [8.3.3 Contas patrimoniais](#)
- [8.4 Regime de caixa e de competência: noção introdutória](#)
- [8.5 Demonstração do resultado do exercício. Conceitos fundamentais de receitas, custos e despesas](#)
- [8.6 Demonstrativo do fluxo de caixa](#)
- [8.7 Relação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados do exercício](#)
- [8.8 Apuração do resultado tributável](#)

8.9 Conclusão
Referências

9 ARBITRAGEM NO DIREITO SOCIETÁRIO

Cláudio Finkelstein

9.1 Introdução

9.2 Breves considerações sobre o instituto da arbitragem

9.3 Direito societário: arbitragem e cláusula compromissória

9.4 A arbitragem nas sociedades limitadas

9.5 A arbitragem nas sociedades anônimas

9.6 A arbitragem em outros tipos societários

9.7 Conclusão

Referências

10 DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE ANÔNIMA – O CASO LUIZ KIRCHNER

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti

10.1 Introdução

10.2 A decisão do TJ-SP

10.2.1 Apelação Cível

10.3 A decisão do STJ

10.3.1 Recurso Especial

10.3.2 Embargos de Declaração

10.3.3 Embargos de Divergência

10.4 Precedentes do STJ

10.5 Análise

10.5.1 Direito de recesso e hipóteses de dissolução na Lei das S/A

10.5.2 Sociedade de capitais vs. sociedade de pessoas

10.5.3 Princípio da preservação da empresa

10.6 Conclusões

Referências

11 APUNTES SOBRE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA –
REFERENCIAS AL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

María del Pilar Galeote Muñoz

11.1 Introducción

11.2 Características generales

11.2.1 Denominación

11.2.2 Domicilio social

11.2.3 Capital social

11.2.4 Objeto social

11.3 Procedimientos para su constitución

11.4 Órganos sociales

11.4.1 Junta de accionistas

11.4.2 Órgano de administración

11.5 La importancia de la negociación con los trabajadores en el
ámbito de la SE

11.6 Traslado del domicilio social de una SE

11.7 Un caso particular: transformación de una SE en SA

11.8 Cuentas anuales y régimen fiscal

Bibliografía

1 FUNÇÃO E IMPACTO DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS NO SISTEMA JURÍDICO E ECONÔMICO BRASILEIRO

Márcio Tadeu Guimarães Nunes

Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, especialista em Direito Societário pela Escola da Magistratura do Estado do Rio de Janeiro, advogado no Rio de Janeiro.

1.1 Introdução

Ordem e Progresso¹. Lema nacional de origem positivista que representa a importância do direito para o desenvolvimento do Estado Democrático Brasileiro. Ainda que as ciências jurídicas não garantam, por si sós, o crescimento do País, tendo em vista a influência de fatores metajurídicos, a eficiência na criação e no uso dos seus instrumentos poderá propiciar um bom desempenho do mercado.

É de suma importância que durante a elaboração e análise das regras jurídicas sejam considerados outros aspectos relevantes além dos legais. Como é a letra da lei que irá determinar a função e o impacto das Sociedades Anônimas no sistema jurídico e econômico brasileiro, tema deste breve ensaio, torna-se imprescindível a criação de uma regulação que atenda não só aos pressupostos legais, mas também satisfaça os interesses econômicos envolvidos.

Nessa linha, ressalta-se, inclusive, que o processo de instituição da Lei n. 6.404/76, que regula as Sociedades por Ações, foi iniciado e supervisionado por um ministério econômico (e não o da justiça)², o que lhe proporcionou contornos mais adequados à satisfação das pretensões almejadas.

Vale lembrar as palavras ditas pelo então Ministro da Fazenda Mario Henrique Simonsen (*apud* BERTOLDI, 2002, p. 14), *verbis*:

(...) o texto anexo [projeto que se transformaria na Lei n. 6.385/76], em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, formam um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. (...) O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários – com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas (Senado Federal, Protocolo Legislativo PLC 12/16, disponível mediante solicitação)³.

A preocupação em fortalecer as empresas nacionais justifica-se porque elas constituem um dos alicerces fundamentais para o crescimento do País. Cumpre mencionar que, em 2002, as sociedades de pequeno porte (micro e pequena empresa) representavam 99,2% do número total de empresas formais daquele ano e mantinham 57,2% das pessoas empregadas. Por outro lado, as empresas de médio e grande porte representavam somente 0,8% do total de empresas, mas comportavam 42,8% das pessoas empregadas⁴.

Conclui-se que, embora todas as sociedades desempenhem importante função social, somente as de grande porte, dentre as quais se destacam principalmente as Sociedades Anônimas, detêm maior potencial para gerar empregos.

Mas sua função não se limita à geração de empregos. Elas são as maiores responsáveis por propiciar a realização das transações comerciais que mantêm a circulação de riquezas no sistema financeiro. A variação do fluxo de recursos, no entanto, dependerá da eficiência da ordem jurídica estabelecida, mediante a qual serão determinados, também, os impactos econômicos vinculados diretamente ao grau de formação de poupança destinada a investimentos e ao custo dos produtos e serviços prestados à coletividade pelas empresas.

1.2 Aos 30 anos, a Lei n. 6.404/76 está ultrapassada?

A comemoração dos 30 anos da Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, deve ensejar reflexão cuidadosa que avalie se o seu perfil ainda atende às exigências do mercado. Para Alfredo Lamy Filho, que, juntamente com José Luiz Bulhões Pedreira, presidiu a comissão que elaborou a festejada norma, apesar de o cenário mundial ter sido alterado, a lei demonstra suprir adequadamente as necessidades contemporâneas⁵.

No entanto, a suposta tendência à democratização da propriedade acionária no mercado brasileiro provocou grande polêmica ao despertar dúvidas acerca da eficiência dos instrumentos legais vigentes num cenário de dispersão do capital, em que não se faz presente um controlador ou grupo de controle identificado.

Isso porque a Lei das Sociedades por Ações apresenta diversos dispositivos aplicáveis a sociedades cujo controle é concentrado. Ora, de nada valeria a regra do art. 254-A da Lei n. 6.404/76 (“LSA”) em um contexto de pulverização de capitais, no qual a alteração da figura do controlador pode, num primeiro momento, ocorrer em período curtíssimo, sendo capaz de criar a situação inusitada de podermos vir a ter discussões mensais sobre a necessidade (ou não) de oferta pública por transferência de controle.

Ainda assim, as companhias que pretendam pulverizar seu capital não estarão desamparadas. A lei do anonimato, reformada pela Lei n. 10.303/2001, impõe-lhes, por exemplo, a adoção de algumas práticas de governança corporativa. Não poderão, contudo, ser descartadas as necessárias alterações legislativas⁶, tampouco o uso de instrumentos de *enforcement* aptos a promover os devidos ajustes societários ou impor o cumprimento de direitos legais inobservados.

Ressalta-se, também, a importância da contribuição da Comissão de Valores Mobiliários, ao exercer ativamente a sua faculdade de modular os “quóruns” legais para os conclaves societários. A autarquia permitiu que a Eternit, companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, aprovasse a transformação das ações preferenciais em ordinárias com *quorum* assemblear menor do que o exigido por lei⁷.

Esses foram casos isolados, devidamente resolvidos, com base numa aplicação progressista da LSA. O movimento de pulverização iniciado pela Renner não prova que há uma tendência generalizada nesse sentido, razão pela qual ainda há tempo para que sejam analisados os efeitos do modelo no Direito Comparado, a fim de avaliar as consequências de sua adoção pelo mercado interno.

A experiência norte-americana indica que o modelo de pulverização parece dificultar o manejo de reclamações junto ao respectivo órgão regulador e perante o Judiciário. Os custos envolvidos são muito elevados e, eventualmente, incompatíveis com o retorno e a expressão econômica de investimentos menores. Talvez isso explique certa redução nos Estados Unidos daquilo que se convencionou chamar de “ativismo societário”⁸.

Esse cenário ainda poderá agravar-se diante da possibilidade do uso das perigosas cláusulas de *poison pill*⁹, as quais, ao contrário do que se pensa, nem sempre beneficiam os interesses da sociedade. O uso desse mecanismo, a pretexto de evitar a reconcentração, impossibilitando a aquisição do controle da companhia por terceiros, poderia prejudicar não só os controladores como também os acionistas minoritários, se o preço a ser pago pelas ações, em caso de *tag along*, viesse a agregar valor à companhia e/ou possibilitasse o exercício mais eficiente de sua gestão.

Por outro lado, sua incorporação aos estatutos sociais também pode servir de técnica capaz de esconder novos mecanismos de controle. Muitas das empresas que hoje se encontram com capital aparentemente disperso possuem, na prática, um grupo proprietário, o qual rapidamente se articula diante de qualquer tentativa de tomada hostil de controle.

Assim ocorreu logo após a apresentação da proposta de aquisição de controle da Perdigão pela Sadia, sendo certo que a primeira recusou a oferta mediante acordo de voto realizado entre um grupo de acionistas titulares de 55,38% do seu capital (dentre os quais os sete fundos de pensão que formavam o bloco de controle daquela empresa antes da “dispersão” de seu capital).

É possível entender o fenômeno, pois o mercado nacional vem sendo dominado pelos investidores institucionais, sem prejuízo do notável avanço na captação da poupança de pessoas físicas. Seja como for, é intuitivo que as pulverizações atraiam fundos profissionais, os quais compram uma fatia

considerável na abertura do capital e esperam a valorização do papel (na linguagem do mercado, “sentam em cima das ações”), o que representa um contrassenso em termos da liquidez esperada com a pulverização.

Não se vê, portanto, uma tendência absoluta à pulverização do capital, como se pensava. Também não se deve admitir que esse seja o modelo que represente, necessariamente, a melhor opção para o mercado brasileiro. Ainda assim, o ordenamento brasileiro parece estar preparado para suportar os embaraços decorrentes de um eventual processo de dispersão do capital, como já sinalizam alguns juristas, *verbis*:

O advogado Luis Antonio de Souza, sócio do escritório Souza, Cescon Avedissian, Barriue e Flesch Advogados, avalia que o aparato legal existente é suficiente para disciplinar as ofertas, mesmo as hostis, já que todas têm lastro no mesmo instrumento – a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 361, de 2002. Ele pondera, no entanto, que ainda não há um precedente judicial. ‘A CVM pode acabar criando um novo instrumental de defesa dos acionistas’, diz. Por meio de sua assessoria de imprensa, a CVM nega que esteja sendo pensada uma nova regulamentação ou mesmo alterações na Instrução n. 361.

Mas o advogado Luiz Leonardo Cantidiano, do escritório Motta, Fernandes Rocha Advogados e ex-presidente da CVM, lembra que a autarquia já tem um grupo de consultores internacionais contratados, em convênio com o Banco Mundial (Bird), para analisar a legislação societária de quatro países e, se for o caso, sugerir novas mudanças na Lei das S.A. brasileira. Em relação à lei atual, pelos casos que se apresentaram até o momento, ele considera os artigos 254-A e 257 – respectivamente sobre a extensão da oferta aos minoritários e sobre a oferta para tomada de controle – suficientes para regular as operações. Para ele, não só a legislação, mas os escritórios de advocacia estão preparados para dar conta das novas operações.

O advogado Paulo Cezar Aragão, do escritório Barbosa, Mussnich e Aragão Advogados, concorda, mas ainda acha cedo para dizer que as ofertas movimentarão os escritórios especializados em direito societário como ocorreu com as ofertas públicas recentes. ‘Não são tantas companhias assim com o controle difuso existentes’, diz. De fato, além da Perdigão, os exemplos mais frequentes são os das empresas Embraer, Renner, Submarino e Eternit. Aragão lembra que nem por isso deixa de existir o risco de a operação ir parar no Judiciário por algum conflito com o estatuto. Ele lembra que a oferta hostil da Sadia não foi a primeira do tipo no Brasil: em 1978, a Cemig fez oferta pela Companhia Mineira de Eletricidade e teve que enfrentar uma oferta

concorrente, com direito a mandado de segurança da CVM, em que acabou prevalecendo a oferta da Cemig¹⁰.

1.3 Responsabilidade dos controladores: a paradoxal relação entre dispersão acionária e função social

Outro paradoxo encontra-se na relação entre o controle pulverizado e o exercício da função social. A ausência de controlador ou grupo de controle definido, acrescida às dificuldades na obtenção de *quorum* suficiente para a instalação das assembleias, dificultaria sobremaneira a identificação do responsável por garantir o cumprimento dos deveres positivos de conduta supostamente inerentes ao princípio da função social da empresa.

Para aqueles que admitem a validade da função social como forma de imposição obrigacional positiva (do que discorda o autor), restaria, então, responsabilizar o administrador da sociedade. Todavia, não obstante tenha ele o dever de observar a função social da empresa, consoante o exposto no art. 154 da Lei n. 6.404/76, sua responsabilidade diferencia-se daquela imputada ao controlador gerencial da companhia, titular do ativo administrado. Uma saída talvez fosse a aplicação do art. 117, § 3º, c/c o art. 116, parágrafo único, da LSA, mas tais normas não prescindem de uma definição prévia da figura do controlador. Logo, a questão não é de fácil solução.

É importante ter um cuidado especial com o uso equivocado do conceito de função social da empresa para que não se confunda a aplicação do dispositivo em análise (art. 154 da LSA) com a regra presente no art. 142, III, da LSA. No primeiro, repita-se, vislumbra-se a clara presença da tese da função social dirigida ao administrador, ao passo que o segundo cuida do alcance do dever de fiscalização imposto aos conselheiros de administração, sobretudo em relação aos atos praticados pelos diretores.

Tal dever, por vezes, é equivocadamente maximizado em função do alcance que a norma do art. 154 parece dar ao inciso III do art. 142 da lei do anonimato. Não se pode conceber, no entanto, que o dever de fiscalização imposto aos conselheiros de administração vá ao ponto de lhes exigir uma atuação permanentemente pró-ativa, no limite da obsessão/paranoia,

esquecendo-se de que o sistema de gestão é formado por um elo de relações fiduciárias, nas quais não se pode admitir que o conselheiro de administração seja o avalista último de atos de que não teve conhecimento, nem seria crível buscasse tê-lo, em virtude da cautela que remarca a atuação do homem médio no mundo dos negócios.

Lembre-se de que o dever de fiscalizar inerente ao Conselho de Administração tem natureza nitidamente instrumental e não pode sobrepor-se ao dever de fiscalização que já é exercido pelo Conselho Fiscal. Não se nega que o Conselho de Administração tenha competência para fiscalizar aspectos da gestão, inclusive os de mérito (ao contrário do Conselho Fiscal), mas não se devem criar sobreposições orgânicas, conferindo-lhe a função de fiscalizar aspectos de estrita legalidade da gestão dos administradores, o que é uma atribuição-fim do Conselho Fiscal (art. 163, I), sob pena de ser violada a independência dos administradores e dos órgãos entre si, garantida pelo art. 139 da Lei n. 6.404/76.

A própria Exposição de Motivos da Lei n. 6.404/76 (*vide* Mensagem n. 204/76, que enviou o então Projeto de Lei ao Congresso Nacional) demonstra que não se pressupunha no Conselho de Administração uma atividade de polícia da companhia ou órgão capaz de exercer uma auditoria interna. Seria um erro, portanto, admitir a potencialização ilimitada do dever de diligência exigido dos administradores¹¹ com fulcro no art. 154 da LSA.

Entendimento contrário só seria possível com a manipulação do conceito de função social, que nem sequer possui densidade jurídica própria.

Não por outra razão, a aplicação da noção de função social da empresa sem as devidas reflexões e desprendimento político pode colocá-la a serviço de seu pecado original, qual seja, o ponto no qual culminou a manipulação da tese: a supressão das liberdades públicas e das conquistas individuais, submetidas ao crivo das elites financeiras em ascensão na Alemanha pré-nazista e no que remanesceu no aparato legislativo da Itália pós-fascista.

Daí deve-se ressaltar o perigo dos discursos politicamente corretos firmados na noção de função social com que Hitler conduzia grande parte dos alemães. E isso se

deu com o manejo de exigências infralegais que, a partir da ideia de deveres positivos para as empresas, impediram que um grande número de companhias continuasse a operar em território alemão. Senão vejamos, *verbis*:

O Estado, antes paternal, tornou-se o eixo de uma economia de guerra movida a terror; com total desprezo pela eficiência e a lógica de mercado.

Nesse cenário, os empresários pagaram caro pelos serviços de Hitler: Os nazistas montaram uma máquina de controle estatal que transformou as empresas em repartições do governo e vacas leiteiras do partido. Os pequenos empreendedores, um dos alicerces do nazismo, foram esmagados em benefício de um grande capital. **Um decreto de outubro de 1937 simplesmente dissolveu as empresas com capital inferior a US\$ 40 mil e proibiu o estabelecimento de novas firmas com menos de US\$ 2 milhões em capital.** Apelar à Justiça era inútil. ‘A lei é a vontade do Führer’, dizia-se. Se o ditador ou seus acólitos achasse que as sentenças dos tribunais eram brandas ou equivocadas, podiam intervir ‘sem piedade’. Hermann Goring, o piloto indolente que ganhou o *status* de superministro da economia, fez fortuna roubando e chantageando homens de negócios. **Ao final e ao cabo, a guerra destruiu o capitalismo alemão**¹².

Aqui não se discute, embora o tema também se preste a controvérsia, a projeção da teoria da função social às sociedades estatais revestidas da forma de sociedades por ações, destacadamente em relação às sociedades de economia mista, em função da clareza do art. 238 da Lei n. 6.404/76¹³. Note-se, contudo, que, quando foi a intenção do legislador fixar as obrigações positivas de conduta e a sujeição dos deveres e objetivos próprios da sociedade à sua função social, ele o fez expressamente.

A crítica refere-se tão somente ao uso da função social da empresa, do empresário, do administrador e do acionista controlador, como pano de fundo para deveres de conduta indefinidos e projetados em qualquer tipo de sociedade (desde as pequenas até as macroempresas). Disso é exemplo a insinuação de que, atendendo aos reclamos da teoria em análise, seria possível estender o pagamento do prêmio de controle para classe de minoritários expressamente excluídos da partilha legal, *verbis*:

O mencionado art. 254-A determina que alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta “somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor por ação com *direito a voto*, integrante do bloco de controle”. (...) Assim sendo afasta da oferta pública, em linha de princípio, os preferencialistas, não titulares de ações com direito a voto. Porém, diante da relevância social da manutenção da empresa, e incidente o princípio da função social, creio ser devida a interpretação ampliativa do art. 109, II da Lei n. 6.404/76, segundo o qual é “direito essencial” de todos os acionistas da companhia em caso de liquidação, sendo certo, na forma do seu parágrafo 2º, que “*os meios, processo ou ações que a lei confere na acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia-geral*”. O princípio da função social da empresa ampara a solução, pois aí se desenha, em grau máximo, a sua eficácia positiva, coligado que está à *ratio* do mencionado “direito essencial” previsto no art. 109, II da Lei societária, bem como a outras diretrizes constitucionais da ordem econômica, como a busca do pleno emprego e a proteção ao valor social do trabalho¹⁴.

Paulo Roberto Colombo Arnoldi e Taís Cristina de Camargo Michelan sugerem que, para atender a função social da empresa, as companhias desenvolvam plano de assistência social ou de previdência complementar para os seus empregados¹⁵. Reconhecem, contudo, que “apenas empresas de dimensões consideráveis apresentam condições estruturais adequadas para o exercício de uma atividade de serviço ou assistência social no âmbito da coletividade”¹⁶.

Por certo que os contornos dados à teoria ultrapassam seu real significado, pois, além de violar os preceitos constitucionais pelos quais deve ser mantida a livre concorrência, confunde-se função social da empresa com gestão social ou responsabilidade social corporativa, de tal forma a pretender que o modelo falido de previdência pública seja substituído pela previdência privada “estimulada”¹⁷.

Com razão, Comparato¹⁸ sustenta que os deveres positivos teriam alcance limitado, senão nulo, em vista da possibilidade absurda de exigir dos empresários a adoção de condutas assistencialistas próprias de políticas

sociais públicas (não implementadas desde muito). Por outro lado, poder-se-ia admitir a projeção da função social da empresa manifestada tão somente por meio de deveres de abstenção fixados a partir do parágrafo único do art. 116 da Lei n. 6.404/76.

Uma das alternativas à simples transferência da função social do Estado para o particular, mormente com a exigência de que este o substitua em suas funções precípua (a partir da aplicação dos já mencionados deveres positivos), apresenta-se em novos modelos de regulação marcados pela ideia de equilíbrio contratual e colaboração recíproca, do que é exemplo a chamada Parceria Público-Privada (PPP), instituída pela Lei n. 11.079, de 30 de dezembro de 2004.

Além dos excessos decorrentes da manipulação do conceito de função social, os administradores e controladores sujeitam-se ainda aos efeitos do uso abusivo e descontrolado da desconsideração da personalidade jurídica, tudo a indicar o risco de que a arte de administrar possa tornar-se uma obrigação de resultado (e não de meio), ou seja, a arte do impossível.

O art. 50 do Novo Código Civil dispõe que,

(...) em caso de abuso da personalidade jurídica, caracterizado pelo desvio de finalidade, ou pela confusão patrimonial, pode o juiz decidir, a requerimento da parte, ou do Ministério Público quando lhe couber intervir no processo, que os efeitos de certas e determinadas relações de obrigações sejam estendidos aos bens particulares dos administradores ou sócios da pessoa jurídica.

Todavia, a regulação das hipóteses de responsabilização dos administradores e controladores cabe à lei do anonimato, que a prevê nos arts. 116, 117, 158 e 159. Isso porque a interpretação literal do art. 1.089, conjugada com a do art. 50, ambos da Lei n. 10.406/2002, não permite a aplicação da teoria segundo o regime geral fixado a partir do Novo Código Civil, considerando que *lex specialis derogat legem generalis*.

Assim, nos casos de abuso de poder e/ou desvio de finalidade, por exemplo, cabível será o art. 158 da Lei n. 6.404/76, o qual, ao tratar de algumas das hipóteses materiais de responsabilidade direta do administrador por ato ilícito, exige a reserva de procedimento do art. 159 do

mesmo diploma legal, caracterizando, portanto, um regime mais benéfico ao administrador do que o da teoria da desconsideração da personalidade jurídica.

Ademais, a teoria *ultra vires* e as fórmulas de responsabilidade direta do administrador, previstas nas capciosas exceções do parágrafo único do art. 1.015 do Novo Código Civil (as quais, de tão amplas, tornaram-se verdadeiras regras gerais), afiguram-se como inequívocas hipóteses de responsabilidade pessoal do administrador e alternativas à teoria da desconsideração da personalidade jurídica, sem implicar, portanto, qualquer responsabilidade para a sociedade, senão vejamos, *verbis*:

Art. 1.015. No silêncio do contrato, os administradores podem praticar todos os atos pertinentes à gestão da sociedade; não constituindo objeto social, a oneração ou a venda de bens imóveis depende do que a maioria dos sócios decidir.

Parágrafo único. O excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses:

I – se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade;

II – provando-se que era conhecida do terceiro;

III – tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade.

Nesse sentido, Manoel Carpena Amorim ensina que, *verbis*:

A desconsideração não se confunde com a teoria *ultra vires*. A pessoa jurídica age por intermédio de atos que se exteriorizam através daqueles praticados pelos diretores e administradores que, como pessoas naturais, também são sujeitos de direitos e obrigações, com capacidade para agirem em nome próprio ou da sociedade. A teoria *ultra vires* funda-se no objeto social, englobando a atividade e o fim, que é sempre o lucro. Assim, são atos *ultra vires* aqueles que estiverem em desacordo com a atividade e o objetivo da empresa¹⁹.

Dessa forma, por todos os ângulos através dos quais se examina a discussão, o regime geral da responsabilidade de administrador, fixado a partir da teoria da desconsideração, não derroga as regras especiais que lhe são aplicáveis.

Infelizmente, esse não é o raciocínio que vem prevalecendo nos Tribunais, que têm colocado a teoria a serviço do aparelhamento de uma pretensão executiva (“custe o que custar”), por vezes através de construções alternativas, baseadas em concepções equitativas ou fundadas na aspiração linear da justiça social. Apesar da regra contida no art. 153 da Lei n. 6.404/76, o § 5º do art. 28 do Código de Defesa do Consumidor retrata esse propósito com clareza, tendo em vista que “poderá ser desconsiderada a pessoa jurídica sempre que sua personalidade for, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento de prejuízos causados aos consumidores”.

Esse dispositivo foi aplicado no caso do *Shopping Osasco*, em que o patrimônio dos administradores (pessoas físicas) foi atingido sob o argumento de que o vulto da demanda implicaria, de alguma forma, obstáculo ao ressarcimento das vítimas. Nota-se que, em vez de combater o mau uso da pessoa jurídica, concepção original da *disregard doctrine*, a teoria tem sido usada a qualquer pretexto, inclusive para fins de subversão dos custos empresariais previamente calculados.

Não se pode perder de vista, entretanto, que o direito interno, consoante o exposto no art. 153 da lei do anonimato, impõe ao administrador obrigações de meio, dele se exigindo apenas o exercício de seu mandato com o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios, independentemente da obtenção ou não de lucro.

Logo, não se deve imputar-lhe o dever de que seja sempre alcançada a meta desejada, o que caracterizaria a obrigação de resultado (como faz, em certos pontos, a Lei *Sarbanes Oxley*²⁰), razão pela qual não deveria ser admitida a desconsideração da personalidade jurídica a disparar um regime geral de presunção de responsabilidades e, mais ainda, sua objetivação, ainda que o controle das sociedades seja exercido por administradores profissionais.

Ainda assim, a teoria da desconsideração da personalidade jurídica tem sido acionada pela simples insatisfação de um crédito. Apesar de esse

entendimento ter sido rechaçado em alguns precedentes²¹, muitos outros o admitem²², mormente nos casos em que estão envolvidos direitos trabalhistas²³ ou outros créditos de natureza “social”.

E tudo isso somado à possibilidade de desconsiderar a personalidade jurídica de uma sociedade anos após a formação do título executivo mediante a propositura da ação de conhecimento na qual nem sequer figurou o sócio ou administrador (os quais muitas vezes já se retiraram, inclusive, da empresa). O patrimônio poderá ser atingido, não raro, em execução forçada (hoje, fase de cumprimento) da sentença, colocando-se, então, o novo devedor, sujeito passivo da desconsideração, sob o risco de ter de pagar primeiro ou garantir o juízo para, somente após, exercer seu direito ao contraditório. E mais: se não o fizer, ainda estará sujeito à multa de 10% sobre o valor da dívida original, tal como introduzida pela Lei n. 11.232, de 22 de dezembro de 2005 (art. 475-J).

Agrava-se o problema na Justiça do Trabalho, pois o entendimento cristalizado no Enunciado 114 do TST²⁴ praticamente extingue a possibilidade de declaração da prescrição intercorrente no âmbito de uma execução trabalhista, criando a inusitada situação de perenidade de uma lide judicial em afronta, inclusive, à Súmula 327 do Supremo Tribunal Federal²⁵.

Assim é que, por esse entendimento, o sócio poderá ser apanhado pela desconsideração sem contraditório prévio ou ampla defesa, mediante o bloqueio indiscriminado de todas as suas contas pessoais, quiçá meio século após ter se retirado da sociedade²⁶.

Nada mais precisa ser dito para relembrar a frase de Nietzsche, segundo a qual, ao combatermos uma monstruosidade (no caso, o mau uso da pessoa jurídica), temos de ter cuidado para não virarmos monstros²⁷.

Neste cenário desanimador, desenvolve-se, cada vez mais, a indústria dos seguros especiais destinados à cobertura dos administradores. Todavia, essa modalidade não garante os riscos que os gestores podem vir a enfrentar durante um incidente de desconsideração da personalidade jurídica de sociedades por eles administradas. Isto porque não há seguro que cubra o custo de um longo processo que envolva a discussão da matéria em debate, tampouco os danos preliminares que o patrimônio do administrador poderá suportar, uma vez que a garantia não protege previamente o patrimônio do

gestor contra o bloqueio de toda a sua movimentação financeira mediante penhora *on-line*²⁸ (usada muitas vezes com efeitos confiscatórios), por exemplo, mas apenas (e quando muito) o recompõem em pecúnia.

1.4 O impacto dos atalhos jurídicos no desenvolvimento do País

Pelo exposto, nota-se que é grande o impacto causado pelo uso de sedutores e perigosos “atalhos jurídicos”²⁹, mascarados por certo senso de “justiça” e “efetividade” na busca pela satisfação do crédito reclamado. Tudo isso a afetar, sobremaneira, a realização do cálculo empresarial, mediante o qual pode ser avaliado o “direito-custo”, ou seja, o limite das perdas decorrentes de uma imposição legal³⁰.

A função da sociedade anônima não pode ser subvertida no plano econômico por força de teorias que buscam redistribuir riqueza através de uma alocação empírica dos custos da atividade empresarial.

Vejamos como exemplo a explicação de Fábio Ulhoa Coelho, *verbis*:

No Acórdão relatado pela Ministra Nancy Andrighi, é feita menção às teorias da desconsideração da personalidade jurídica cultivadas no direito brasileiro. Diz a ementa: “**A teoria maior da desconsideração, regra geral no sistema jurídico brasileiro, não pode ser aplicada com a mera demonstração de estar a pessoa jurídica insolvente para o cumprimento de suas obrigações. Exige-se, aqui, para além da prova da insolvência, a desconsideração de desvio de finalidade (teoria subjetiva da desconsideração).** A teoria menor da desconsideração, acolhida em nosso ordenamento jurídico excepcionalmente no Direito do Consumidor e no Direito Ambiental, incide com a mera prova de insolvência da pessoa jurídica para o pagamento de suas obrigações, independentemente da existência de desvio de finalidade ou de confusão patrimonial.” [...]

Um outro aspecto da questão diz respeito ao custo da atividade econômica, elemento que compõe o preço a ser pago pelos consumidores ao adquirirem produtos e serviços no mercado. Se o direito não dispuser de instrumentos de garantia para os empregadores, no sentido de preservá-los da possibilidade de perda total, eles tenderão a buscar maior remuneração para os investimentos nas

empresas. Em outros termos, apenas aplicariam seus capitais em negócios que pudessem dar lucro suficiente para construir um patrimônio pessoal de tal grandeza que não poderia perder-se inteiramente na hipótese de futura e eventual responsabilização. Ora, para gerar lucro assim, a sociedade deve reduzir custos e praticar preço elevado.

O princípio da autonomia patrimonial das pessoas jurídicas, observado em relação às sociedades empresárias, socializa as perdas decorrentes do insucesso da empresa entre seus sócios e credores, propiciando o cálculo empresarial relativo ao retorno dos investimentos³¹.

Nesse diapasão, merece destaque, também, outra constatação a demonstrar as dificuldades geradas pela *disregard doctrine* para a realização da gestão empresarial. O Professor Thompson, *apud* Eduardo Secchi Munhoz, concluiu em seus estudos que há maior frequência de hipóteses de incidência da teoria da desconsideração nos casos de credores contratuais *vis à vis* aqueles que envolviam credores “não voluntários”, ou seja, credores por delito (responsabilidade civil extracontratual ou *tort*)³².

Dessa forma, ficam favorecidos os credores que têm conhecimento da limitação da responsabilidade empresarial ao patrimônio social, já que o crédito obrigacional decorre de negociação, mediante a qual é possível estabelecer, também, outras garantias à proteção de seus direitos (como as reais e fidejussórias), ao contrário dos credores não negociais (“não voluntários”).

Outra alarmante revelação feita por Thompson³³ no Direito Comparado foi a de que será maior a frequência do levantamento do véu da pessoa jurídica nas companhias com o menor número de sócios. Os dados por ele divulgados indicam que as companhias com sócio único tiveram sua personalidade jurídica desconsiderada em quase 50% dos casos, as com até três sócios em 46,22% e as com mais de três sócios em 34,98%.

Essa constatação também se aplica ao Brasil, onde igualmente se vê um verdadeiro fetiche em relação às sociedades de dois sócios (tratadas como quase que presumidamente fraudulentas). Ora, essa situação hipócrita é prejudicial ao desenvolvimento do País, cuja força motriz está concentrada nas empresas de pequeno e médio porte. O SEBRAE divulgou pesquisa

realizada pelo IBGE pela qual foi demonstrado que, em 2002, as microempresas totalizavam 93,6% do total das empresas brasileiras³⁴.

Tudo a apontar para o perigo do uso distorcido do conceito de função social, associado à desconsideração da personalidade jurídica, ora a prejudicar as macroempresas (com a imposição de deveres positivos de conduta), ora a prejudicar as microempresas, retirando, de toda sorte, a eficácia dos mecanismos de livre competição no mercado, em prejuízo do consumidor.

E mais: nenhum investidor aceitaria incorrer no risco adicional (além daqueles que já são naturalmente assumidos nas operações envolvendo renda variável) de ver seus rendimentos colocados à disposição de eventual credor da companhia emissora das ações que compõem sua carteira, tornando mais atrativo o investimento de renda fixa.

Esse resultado seria letal para o progresso do País, que depende do fortalecimento do mercado nacional, em especial o de capitais, como fonte alternativa de recursos para as companhias. Isso porque ele pode ser utilizado como mecanismo de financiamento direto capaz de alavancar valores necessários ao desenvolvimento das atividades empresariais de médio porte ou, mais especialmente, macroempresas que necessitem de elevados volumes de capital com menores custos e prazos.

Para tanto, torna-se imprescindível a existência de segurança jurídica e de um marco regulatório confiável, o que passa pela necessária releitura de certos posicionamentos judiciais que atingem as Sociedades por Ações.

1.5 A autorregulação e o novo mercado

As inovações do mercado brasileiro encontram suporte na lei do anonimato. É verdade que a entrada no Novo Mercado depende da adoção de regras que excedem aquelas exigidas pela legislação, as quais compõem o instituto da governança corporativa, cujos preceitos fundamentais estão previstos na Lei n. 6.404/76.

Os padrões diferenciados criados para valorizar as companhias e conferir maior liquidez às ações apenas reforçaram direitos registrados na legislação societária. A importância dos princípios denominados *full*

disclosure, integrity e accountability foi reconhecida, por exemplo, nos arts. 145, 155, 157, 160 e 165, ao tratar dos deveres de agir com lealdade e de prestar contas.

Obviamente, é indispensável investir em iniciativas que mantenham atualizado o texto legal. Nesse sentido, a Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, criada para aperfeiçoar a lei do anonimato e a do mercado de capitais, já representa um bom começo, na medida em que contribui para o desenvolvimento do mercado nacional.

A inclusão do § 4º no art. 155 da Lei n. 6.404 representa um grande avanço contra o uso de informações privilegiadas (*insider trading*). Daí o crescimento de decisões que enfrentam (e bem) essa questão. Merece maior atenção, contudo, e nesse particular, a distinção entre posse e uso efetivo de uma informação privilegiada.

O legislador também se preocupou em preparar as normas societárias para as novidades que poderiam surgir no futuro, conferindo à CVM competência para prevenir ou corrigir situações anormais do mercado³⁵. Para tanto, concedeu à autarquia certas prerrogativas, dentre as quais é possível destacar as dos arts. 124, § 5º, incisos I e II, da Lei n. 6.404/76³⁶ e 9º, § 1º, I, III e IV, da Lei n. 6.385/76³⁷.

Marcelo Trindade, quando era Presidente da CVM, afirmou que, conquanto a meta de autorregulação seja o ideal perseguido, a fiscalização, a punição e a intervenção reguladora sobre os déficits informacionais ainda se impõem no mercado brasileiro, sobretudo em virtude dos novos produtos oferecidos para investidores não qualificados recém-chegados ao mercado de capitais³⁸. Por outro lado, é ilusório imaginar que o mercado brasileiro esteja completamente maduro para se autorregular.

Entretanto, essa é uma meta que deve ser incentivada. Todavia, é um equívoco acreditar que a dispersão acionária em ambientes autorregulados é uma fórmula pronta capaz de refrear a má gestão e os abusos. A pulverização do capital e a emissão exclusiva de ações ordinárias podem levar a bons resultados e a uma qualidade diferenciada de gestão, sobretudo no Novo Mercado, mas a consequência dessa tática depende de inúmeros outros fatores ligados ao negócio objeto da companhia e da qualidade da fiscalização que sobre ela é feita.

Vamos à comprovação de que a pulverização não é, por si só, a solução para o desenvolvimento de determinado mercado, conforme comprova a análise do Direito Comparado, podendo, inclusive, como se destaca abaixo, apresentar sérios malefícios.

Mark J. Roe, professor titular da Universidade de Direito de Harvard, indica a questão do elevadíssimo grau de dispersão acionária das companhias abertas/listadas e a forma em que lá se exerce o “controle gerencial” como um dos inúmeros impasses do mercado norte-americano. Para ele, a dispersão acionária poderia prejudicar a tarefa de fazer com que os administradores ajam sempre no interesse da companhia, *verbis*:

Companhias de capital aberto com separação total entre a propriedade e o controle não possuem acionista controlador identificado. Com a dispersão acionária, a tarefa de fazer com que os administradores ajam sempre no interesse da companhia se torna crucial. E o controle nas companhias americanas é disperso (...). Administradores poderiam subtrair quantias da companhia; poderiam, também, transferir fundos da companhia para as suas próprias contas correntes (ou de seus parentes), ou, mais sorrateiramente ainda, poderiam vender bens da companhia abaixo do preço real de mercado (ou pagar mais por eles) para empresas coligadas e/ou controladas, ou até mesmo fixar em patamares excessivos salários e remunerações, sempre no seu próprio proveito³⁹.

Portanto, há vantagens na adoção da estrutura de controle centralizado/concentrado pelas companhias, desconstruindo o mito até então existente de que o Brasil jamais poderia ter um mercado acionário desenvolvido enquanto a estrutura de controle das companhias fosse centralizada/concentrada, a permitir, sempre, mandos e desmandos por parte daquele ser “maligno” e “sempre o suspeito da vez” chamado acionista controlador.

Logo, não se pode partir do pressuposto jurídico de que exista um modelo ideal para as companhias (controle concentrado ou disperso), que é uma questão econômica que não pode ser forjada de cima para baixo, ou seja, o direito não pode fazer com que os fatos e a economia se conformem

à sua realidade virtual, mas deve sim ceder aos fatos sociais a que deve submissão.

A experiência do Direito Comparado, sobretudo a relativa a certos países do leste europeu, retira qualquer dúvida sobre o assunto. Calixto Salomão, embora lamentando, demonstra que certas estruturas jurídicas não conseguem acomodar-se ao modelo de pulverização do capital, a exemplo do que ocorreu com a Polônia e Tchecoslováquia, as quais adotaram programas de privatização que tornavam obrigatória a diluição acionária⁴⁰.

Somente o mercado polonês conseguiu recuperar-se dos efeitos maléficos após a pulverização, ao passo que a extinta Tchecoslováquia seguiu sofrendo-os ainda mais intensamente, como detalhou John C. Coffee Jr.⁴¹.

Portanto, não se pode formatar, compulsoriamente, o mercado acionário a partir da adoção cogente de determinado modelo regulatório (pulverização ou controle concentrado), ainda que este seja distinto dos pressupostos culturais e econômicos do país em que se pretende vê-lo inserido.

1.6 Conclusão

Muito mais poderia ser dito sobre o tema em análise (a função e o impacto das sociedades anônimas no sistema jurídico e econômico brasileiro), devido à sua ampla abrangência, razão pela qual foram contemplados, apenas, alguns dos pontos que julgamos mais relevantes, com foco especial na lei do anonimato, cuja importância é notória por se tratar de um dos últimos grandes diplomas legislativos vigentes no Brasil.

A Lei n. 6.404/76 está preparada para atender às exigências do mercado. Todavia, deve haver uma preocupação constante no sentido de que sejam aprimorados os instrumentos de *enforcement*, que se pratica para fins de cumprimento de ajustes societários ou para impor a exigência de direitos legais inobservados.

Por certo que a opção pelo excesso de regulação e repressão aos agentes de mercado pode ser um caminho perigoso, como registrou Luiz Antônio de Sampaio Campos em brilhante artigo, *verbis*:

É, portanto, fundamental, que o mercado não abandone suas crenças e dedique-se, com atenção e vigor, às soluções de mercado, fruto da livre negociação, do encontro de vontades, da oferta e da demanda, e não de imposições legais. Estas soluções, além de muito mais legítimas, tendem a ser mais eficientes porque são resultado do convencimento da negociação ou da necessidade, além de ter a flexibilidade para se adequar às especificidades das situações. Da mesma forma, tanto os órgãos reguladores, como o Poder Judiciário, têm maior facilidade e mesmo autoridade para exigir o cumprimento de ajustes voluntários do que daqueles impostos por lei. [...]

Aliás, o equívoco que ocorreu na formação do mercado de capitais brasileiro não foi resultado dos pressupostos da lei, mas fruto de alguns atalhos que se procurou adotar, tais como a criação de investidores compulsórios e de tratamento fiscal favorecido. [...]

Destaque-se ainda que, se lei for impositiva, o mercado perderá a importante referência indicativa das companhias que pretendem adotar voluntariamente as estruturas consideradas acertadas por ele. Este é um elemento inegavelmente relevante na decisão de investimentos e na formação do preço das ações.

Enfim, é a crença na capacidade de negociar e de encontrar soluções que servirá para o desenvolvimento do mercado de capitais. Senão para o estoque, ao menos para o fluxo. O mercado precisa acreditar, neste particular, mais na sua força do que na da lei. E não se deixar influenciar por atalhos⁴².

Piores do que penas altas são as altas penas retóricas para fins de manutenção de certa fleuma legislativa e leniência administrativa. Tudo passa, portanto, pelas prioridades políticas, investimentos e educação dos agentes de mercado.

Por outro lado, as regras não devem ser abandonadas, a fim de evitar injustiças e arbitrariedades. Até mesmo nos países que seguem o *common law* foram criados parâmetros legais típicos do *civil law* a serem seguidos com rigor, tais como a Sarbanes-Oxley⁴³ e o *Uniform Commercial Code* utilizados pelas cortes norte-americanas. No Brasil, a autorregulação tem exigido a adoção de práticas de governança corporativa mais amplas que as previstas na própria lei do anonimato.

Onde a discussão realmente tem de avançar é na qualidade das decisões judiciais/administrativas que se tomam em temas de mercado de capitais, na

especialização dos agentes envolvidos (e isso requer iniciativa política para investimentos focados nessa área) e, enfim, na efetividade das sanções aplicadas.

Logo, para o desenvolvimento das sociedades, e conseqüentemente o do País, é imprescindível aplicar adequadamente regras jurídicas modernas que tornem o mercado brasileiro mais atrativo para os investidores. Só assim as empresas poderão exercer sua verdadeira função social: gerar empregos e promover a circulação de riquezas num sistema capitalista.

REFERÊNCIAS

AMORIM, Manoel Carpena. Desconsideração da personalidade jurídica. **Revista da EMERJ**, v. 2, n. 8, 1999.

ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo; MICHELAN, Taís Cristina de Camargo. Novos enfoques da função social da empresa numa economia globalizada. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, n. 11, jul./set. 2002.

BANDEIRA DO BRASIL. Disponível em: <http://pt.wikipedia.org/wiki/Bandeira_do_Brasil>. Acesso em 10 abr. 2007.

BARRETO, Zacarias. **A lei das S/A e as leis do novo mercado de capitais**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2003.

BERTOLDI, Marcelo M. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

BULGARELLI, Waldirio. **Manual das sociedades anônimas**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BULGARELLI, Waldirio (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades por Ações**. São Paulo: Pioneira, 1998.

CAMBA, Daniele. Trindade defende atitudes intervencionistas da CVM. **Valor Econômico**, São Paulo, 5 jul. 2006. 1^o Caderno. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/285/primeirocaderno/Trindade+defende+atitudes+intervencionistas+da+CVM,daniele,,62,3774891.html>>. Acesso em: 30 ago. 2006.

CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio. O perigo dos atalhos. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ano 2, n. 21, p. 60, maio 2005.

CAVALCANTI, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1.

_____. As teorias da desconsideração. *In*: TÔRRES, Heleno Taveira; QUEIROZ, Mary Elbe (Coords.). **Desconsideração da personalidade jurídica em matéria tributária**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

COFFEE JR., John C. **Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure**. Working Paper n. 158 – Columbia University School of Law, october, 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=215608>. Acesso em: 29 ago. 2006.

COMPARATO, Fábio Konder. Estado, Empresa e função social. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, v. 85, n. 732, p. 44, out. 1996.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

FLORES NETO, Thomaz Thompson. Justiça do Trabalho: sem prescrição intercorrente, cidadão vira réu eterno. 24 abr. 2007. Disponível em: <<http://conjur.estadao.com.br/static/text/54945,1>>. Acesso em 26 abr. 2007.

GOULART, Josette; FRISCH, Felipe. Bancas de advocacia se armam para a era da oferta hostil. **Valor Econômico**. 24 jul. 2006. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=306449>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

GUERREIRO, Tavares. Sociologia do poder na sociedade anônima. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXIX, n. 77, 1990.

LAMEIRA, Valdir de Jesus. **Mercado de capitais**. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2000.

LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MARK J. ROE, David Berg. **The institutions of corporate governance**. Discussion Paper n. 488 of the John M. Olin Center's Program on

Corporate Governance – Harvard Law School (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Cambridge, august, 2004. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_488.pdf#search=%22The%20Institutions%20of%20Corporate%20Governance%22>. Acesso em: 29 ago. 2006.

MARTINS, Ivan. O fim da Segunda Guerra: Hitler 50 anos depois. **Revista Isto É Dinheiro**, São Paulo, n. 399, maio 2005.

MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. *In*: CUNHA, Alexandre dos Santos (Coord.). **O direito da empresa e das obrigações e o novo Código Civil brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desconsideração da personalidade jurídica e grupos de sociedades. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 134, p. 2547, 2004.

NIETZSCHE, Friedrich Wilhelm. **Além do bem e do mal: prelúdio a uma filosofia do futuro**. Tradução de Paulo César de Souza. 2. ed. São Paulo: Companhia das Letras, 1992.

PINHEIRO, Aline. Força da união: Lei das S.A. viabilizou existência de grandes empresas. Disponível em: <<http://conjur.estadao.com.br/static/text/51134,1>>. Acesso em: 6 abr. 2007.

SEBRAE. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/br/download/boletim_brasil.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2007.

SKAPINKER, Michael. Uma legislação superprotetora: lei sarbanes-oxley exagera em detalhes ao tentar anular todas as chances de abusos. **Valor Econômico**, São Paulo, 2 dez. 2004. Opinião.

STRINE, Leo. Lenta intromissão da Sarbanes-Oxley. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 jul. 2005. Empresa/S.A. B-2.

1 A expressão introduzida na Bandeira Nacional “Ordem e Progresso” é uma abreviação do lema do positivista Auguste Comte, a saber: “O Amor por princípio, e a Ordem por base; o Progresso por fim” (cf. BANDEIRA DO BRASIL. Disponível em: <http://pt.wikipedia.org/wiki/Bandeira_do_Brasil>. Acesso em 10 abr. 2007).

2 BERTOLDI, 2002. p. 14.

3 Ibid., p. 14.

4 SEBRAE. Disponível em: <http://www.sebrae.com.br/br/download/boletim_brasil.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2007.

5 Cf. PINHEIRO, Aline. Força da união: Lei das S.A. viabilizou existência de grandes empresas. Disponível em: <<http://conjur.estadao.com.br/static/text/51134,1>>. Acesso em: 6 abr. 2007.

6 A utilização do voto eletrônico, bem como a facilitação do acesso dos acionistas às listas de sócios para os fins previstos nos arts. 100 e 126 da LSA, por exemplo, apresentam-se como pontos que carecem de tratamento específico e regulação detalhada num cenário de pulverização de capital.

7 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM-RJ 2006-3453. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5130-0.HTM>>. Acesso em 8 abr. 2007.

8 A expressão aqui reflete o uso do Judiciário como mecanismo de barganha negocial, pelo fato de que muitas ações judiciais viraram simples instrumentos para especulação e para o implemento de estratégias negociais de baixa qualidade.

9 Resumidamente, a cláusula de *poison pill* pode ser definida como uma previsão estatutária cuja finalidade é reduzir ou impedir a possibilidade de que seja realizada a tomada do poder de controle da companhia-alvo, sem negociação prévia com seus administradores.

10 GOULART, Josette; FRISCH, Felipe. Bancas de advocacia se armam para a era da oferta hostil. Valor Econômico. 24 jul. 2006. Disponível em: <<http://www.fazenda.gov.br/resaehoeletronica/MostraMateria.asp?page=&cod=306449>>. Acesso em: 11 abr. 2007.

11 “Art. 153. 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.”

12 MARTINS, Ivan. O fim da Segunda Guerra: Hitler 50 anos depois. **Revista Isto é Dinheiro**, São Paulo, n. 399, p. 50, maio 2005, grifo nosso.

13 Poder-se-ia até argumentar que tal norma se choca com o art. 173, § 2º, da CFRB/88, uma vez que cria uma condição distinta para o modelo de competição entre sociedades sujeitas a semelhante regime jurídico. Todavia, o próprio § 1º, inciso I, do citado artigo refere que a lei que dispuser sobre o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica deverá estabelecer o parâmetro da função social que norteará a sua atuação. Também Tavares Guerreiro vê dificuldades na aplicação pura e simples da tese da função social às

sociedades de economia mista, *verbis*: “Quanto a estas, o conflito emana do enunciado do art. 238, segundo o qual a pessoa jurídica que controla a companhia de economia mista tem os deveres e responsabilidades do acionista controlador (arts. 116 e 117), mas – continua o preceito legal em enigmática adversativa – poderá orientar a companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação” (GUERREIRO, 1990, p. 54).

[14](#) MARTINS-COSTA, Judith. Reflexões sobre o princípio da função social dos contratos. In: CUNHA, Alexandre dos Santos (Coord.). **O direito da empresa e das obrigações e o novo Código Civil brasileiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 239.

[15](#) ARNOLDI; MICHELAN, 2002, p. 249.

[16](#) Ibid., p. 247.

[17](#) Utilizar o princípio da função social para substituir o modelo de previdência social pela privada significaria a redenção do poder estatal quanto ao rombo provocado nas finanças públicas e, em certo sentido, a assunção desse ônus por um novo provedor de recursos por indução política.

[18](#) COMPARATO, 1996, p. 44.

[19](#) AMORIM, 1999, p. 65.

[20](#) A lei Sarbanes Oxley foi criada para regulamentar o mercado de capitais norte-americano. Aprovada para combater principalmente fraudes contábeis nas empresas, elevou sobremaneira a responsabilidade dos administradores, aumentando consideravelmente o custo financeiro empresarial (além do social). O jornal “Valor Econômico” publicou reportagem na qual o Juiz Leo Strine afirmou que, depois de diversos escândalos, como o da Enron, “o odor azedo da hipocrisia começou a emanar de alguns gabinetes do Congresso”, uma vez que legisladores federais que anteriormente haviam ajudado a bloquear esforços para melhorar os padrões de contabilidade pública, bem como a governança corporativa, começaram a apoiar ações rápidas. O resultado foi a lei Sarbanes-Oxley, descrita pelo autor como um “estranho cozido”, que misturou ideias sensatas com “provisões estreitas de dúvida validade” (cf. Lenta intromissão da Sarbanes-Oxley. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 jul. 2005. Empresa/S/A.B-2.).

[21](#) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Segunda Câmara Cível. Agravo de Instrumento n. 1998.002.01243. Relator: Desembargador Sergio Cavaliere Filho. J. 07 mar. 1998. e BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Câmara Cível. Agravo de Instrumento n. 2005.002.19784. Relator: Desembargador Bernardo Moreira Garcez Neto. J. 06 dez. 2005.

[22](#) BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Terceira Câmara Cível. Apelação Cível n. 2005.001.04119. Relator: Desembargador Antonio Eduardo F. Duarte. J. 06 jun. 2006.

[23](#) BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 15ª Região. Agravo de Petição n. 01191-2002-016-15-00-0 AP. DJ 19 nov. 2004. Antonio Aroldo Bertolotti e Sergio Antonio Loureiro de Mello. e BRASIL. Tribunal Superior do Trabalho. Terceira Turma. Recurso de Revista n. 572.516/1999. Relator: Ministro Carlos Alberto Reis de Paula. DJ 09 nov. 2001.

[24](#) “TST Enunciado n. 114 – RA 116/1980, DJ 03.11.1980: É inaplicável na Justiça do Trabalho a prescrição intercorrente.”

[25](#) “STF Súmula n. 327: direito trabalhista admite a prescrição intercorrente.”

[26](#) No mesmo sentido, Thomaz Thompson Flores Neto alerta que a anomalia causada pela citada Súmula 114 do TST, ao tornar perpétua a lide, contrapõe-se frontalmente à Súmula 327 do STF e à própria CLT, que admite a prescrição intercorrente nos arts. 765 e 884. Ressalta, também, que, *verbis*: “A ideia de ação perpétua é algo a que o direito pátrio repudia, pois incompatível com os postulados da segurança jurídica e da ordem social. Inconcebível pretender-se manter indivíduos indefinidamente sob a espada de Dâmocles. Entretanto, é o que ocorre. Com o advento da penhora *on-line*, a situação, já crítica, agravou-se substancialmente, pois até poucos recursos de subsistência passaram a sofrer sistemática constrição. Assim, antigos proprietários de extintas empresas veem-se perenemente impedidos de viver com dignidade, ter alguma renda e poder movimentá-la em conta bancária, eventualmente, adquirir bem que viabilize atividade autônoma, se esta for a alternativa possível para retornar ao mercado de trabalho. Ou seja, restam verdadeiramente marginalizados” (cf. Justiça do Trabalho: Sem prescrição intercorrente, cidadão vira réu eterno. 24 abr. 2007. Disponível em: < <http://conjur.estadao.com.br/static/text/54945,1>>. Acesso em 26 abr. 2007).

[27](#) NIETZCHE, Friedrich Wilhelm. **Além do bem e do mal: prelúdio a uma filosofia do futuro**. 2. ed. Trad. Paulo César de Souza. São Paulo: Companhia das Letras, 1992. p. 79.

[28](#) A validade desse instituto vem sendo questionada no Supremo Tribunal Federal mediante a Ação Direta de Inconstitucionalidade n. 3091, promovida pelo Partido da Frente Liberal – PFL, que impugnou a adoção do CONVÊNIO/BACEN/TST/2002. Todavia, convém ressaltar que a penhora *on-line* foi positivada no Código de Processo Civil: “Art. 655-A. Para possibilitar a penhora de dinheiro em depósito ou aplicação financeira, o juiz, a requerimento do exequente, requisitará à autoridade supervisora do sistema bancário, preferencialmente por meio eletrônico, informações sobre a existência de ativos em nome do executado, podendo no mesmo ato determinar sua indisponibilidade, até o valor indicado na execução”.

[29](#) A expressão foi cunhada pelo ex-diretor da Comissão de Valores Mobiliários, Luiz Antônio Sampaio Campos, e dá nome a artigo de sua autoria publicado na Revista “Capital Aberto” (cf. O perigo dos atalhos. **Revista Capital Aberto**, São Paulo, ano 2, n. 21, p. 60, maio 2005).

[30](#) Fábio Ulhoa Coelho ilustra bem a questão, afirmando que, *verbis*: “Quando a lei cria um novo direito trabalhista, por exemplo, os empresários alcançados refazem seus cálculos para redefinir o aumento dos custos de seu negócio. Esse aumento de custos implica, quase sempre, aumento dos preços dos produtos ou serviços que o empresário oferece ao mercado consumidor” (COELHO, 2002, v. 1. p. 38).

[31](#) COELHO, 2005, p. 260-265, grifo nosso.

[32](#) MUNHOZ, 2004, p. 32.

[33](#) *Ibid.*

<http://www.sebrae.com.br/br/download/boletim_brasil.pdf>. Acesso em: 4 abr. 2007.

35 Segundo o inciso I, alíneas *c*, *e* e *f*, da Resolução CMN n. 702, de 26 de agosto de 1981, “considerar-se-á situação anormal de mercado, para os fins do § 1º do art. 9º da Lei n. 6.385, de 07.12.76, quando, a juízo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM): [...] *c*) se verificarem indícios de prática das atividades do mercado de valores mobiliários, previstas nas Leis ns. 6.385, de 07.12.76, e 6.404, de 15.12.76, por pessoas físicas ou jurídicas não autorizadas regularmente; [...] *e*) a atuação de qualquer dos participantes do mercado estiver causando grave e iminente risco à confiabilidade e ao desenvolvimento regular do mercado de valores mobiliários; *f*) se verificar grave emergência afetando o desenvolvimento regular das atividades do mercado de valores mobiliários”.

36 “Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembleia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria. [...] § 5º A Comissão de Valores Mobiliários poderá, a seu exclusivo critério, mediante decisão fundamentada de seu Colegiado, a pedido de qualquer acionista, e ouvida a companhia: **(Incluído pela Lei n. 10.303, de 2001)** I – aumentar, para até 30 (trinta) dias, a contar da data em que os documentos relativos às matérias a serem deliberadas forem colocados à disposição dos acionistas, o prazo de antecedência de publicação do primeiro anúncio de convocação da assembleia-geral de companhia aberta, quando esta tiver por objeto operações que, por sua complexidade, exijam maior prazo para que possam ser conhecidas e analisadas pelos acionistas; **(Incluído pela Lei n. 10.303, de 2001)** II – interromper, por até 15 (quinze) dias, o curso do prazo de antecedência da convocação de assembleia-geral extraordinária de companhia aberta, a fim de conhecer e analisar as propostas a serem submetidas à assembleia e, se for o caso, informar à companhia, até o término da interrupção, as razões pelas quais entende que a deliberação proposta à assembleia viola dispositivos legais ou regulamentares’ **(Incluído pela Lei n. 10.303, de 2001).**”

37 “Art. 9º § 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá: (Redação pelo Decreto n. 3.995, de 31.10.2001) I – suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores; [...] III – divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado; IV – proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular”. Segundo o inciso I, alíneas *c*, *e* e *f*, da Resolução CMN n. 702, de 26 de agosto de 1981, “I – Considerar-se-á situação anormal de mercado, para os fins do § 1º do art. 9º da Lei n. 6.385, de 07.12.76, quando, a juízo da Comissão de Valores Mobiliários (CVM): [...] *c*) se verificarem indícios de prática das atividades do mercado de valores mobiliários, previstas nas Leis ns. 6.385, de 07.12.76, e 6.404, de 15.12.76, por pessoas físicas ou jurídicas não autorizadas regularmente; [...] *e*) a atuação de qualquer dos participantes do mercado estiver causando grave e iminente risco à confiabilidade e ao desenvolvimento regular do mercado de valores mobiliários; *f*) se verificar grave emergência afetando o desenvolvimento regular das atividades do mercado de valores mobiliários.”

[38](#) CAMBA, Daniele. Trindade defende atitudes intervencionistas da CVM. **Valor Econômico**, São Paulo, 5 jul. 2006. 1º Caderno. Disponível em: <<http://www.valoronline.com.br/valoreconomico/285/primeirocaderno/Trindade+defende+atitudes+intervencionistas+da+CVM,daniele,,62,3774891.html>>. Acesso em: 30 ago. 2006.

[39](#) MARK J. ROE, David Berg. **The Institutions of Corporate Governance**. Discussion Paper n. 488 of the John M. Olin Center's Program on Corporate Governance – Harvard Law School (John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Cambridge, august, 2004. Disponível em: <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/Roe_488.pdf#search=%2The%20Institutions%20of%20Corporate%20Governance%22>. Acesso em: 29 ago. 2006. Tradução livre.

[40](#) Cf. COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 110-111.

[41](#) COFFEE JR., John C. **Privatization and corporate governance: the lessons from securities market failure**. Working Paper n. 158 – Columbia University School of Law, october, 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=215608>. Acesso em: 29 ago. 2006. p. 21-70.

[42](#) Op. cit.

[43](#) Aliás, muitos também entendem até que a SOX é exagerada em detalhes, *verbis*: “[...] a Lei Sarbanes-Oxley, outra tentativa de eliminar qualquer possibilidade de risco que a paternidade legislativa poderia conceber. Sou totalmente favorável a que as empresas sejam sujeitas à lei. Nem há algo de errado na maneira pela qual a lei Sarbanes-Oxley lida com determinados abusos, como o estilo Enron de criar entidades de finalidades especiais para ocultar passivos. O que incomoda é o fato de os criadores da Sarbanes-Oxley terem tentado identificar cada minúsculo detalhe do que aconteceu de errado na Enron, e então modelado uma lei com base na premissa de que a lei seria capaz de impedir que essas contravenções viessem a se repetir. (*omissis*) Boa parte das estipulias empresariais teria sido ilegal sob qualquer sistema legal em vigor; ‘não roubarás’ daria conta da maioria delas (...) Muito mais eficazes do que os ‘códigos-de-prática-para-isso’ e ‘declarações-de-responsabilidade-para-aquilo’ é ver o que sucede aos que transgridem a lei. (...). Aplicação eficaz da lei é mais importante do que mudanças detalhadas na lei. Ver outros pagando o preço é um choque salutar para o sistema inteiro - o equivalente empresarial de ralar seus joelhos” (SKAPINKER, Michael. Uma legislação superprotetora: lei Sarbanes-Oxley exagera em detalhes ao tentar anular todas as chances de abusos. **Valor Econômico**, São Paulo, 2 dez. 2004. Opinião).

2 DIREITOS E DEVERES DOS ACIONISTAS

José Marcelo Martins Proença

Coordenador e professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, professor doutor do Departamento de Direito Comercial da Universidade de São Paulo, mestre e doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, advogado sócio do escritório Approbato Machado Advogados.

2.1 Introdução

Os acionistas, sócios da companhia, em decorrência dessa condição, possuem direitos e deveres. É justamente desse assunto que se tratará no presente capítulo, que tem por base legislativa, em termos gerais, sem prejuízo de vários outros, os arts. 106 a 120 da Lei das Sociedades Anônimas – Lei das S/A (Lei n. 6.404/76).

A matéria será desenvolvida de acordo com as aulas ministradas no curso de pós-graduação *lato sensu* em Direito Societário da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, em São Paulo, e será dividida em quatro partes, da seguinte forma: 2.2 Direitos dos Acionistas; 2.3 Deveres dos Acionistas; 2.4 Acionista Controlador; 2.5 Representação. O item 2.2, por sua vez, encontra-se subdividido em quatro temas, que são: 2.2.1 Direitos essenciais; 2.2.2 Direito de voto; 2.2.3 Acordo de acionistas; e 2.2.4 Suspensão de direitos.

No decorrer do texto, o leitor perceberá, logo de início, a preocupação de rever todas as disposições legais e a interpretação dada ao assunto “direitos e deveres dos acionistas”, excluindo-se dele as críticas que o autor, pontual e reiteradamente, gostaria de manifestar. A elas, com o objetivo

único de incentivar outra reflexão visando uma evolução responsável da legislação das sociedades anônimas, o autor destinou as palavras finais.

2.2 Direitos dos acionistas

2.2.1 Direitos essenciais

Entre os direitos dos acionistas, pode arrolar-se o direito de participação nos lucros e no acervo social, o direito de fiscalização, o direito de preferência na subscrição de ações e certos valores mobiliários (de acordo com art. 171 e com as exceções do art. 172, ambos da Lei das S/A – p. ex., capital autorizado e com incentivos fiscais) e o direito de retirada (recesso ou dissidência, a ser exercido nas hipóteses legalmente previstas – art. 137 da Lei das S/A, devendo haver modificação institucional na companhia e o acionista não haver consentido com a deliberação tomada por maioria).

Esses direitos, previstos no art. 109 da Lei em tela, são os chamados direitos essenciais, e, portanto, não podem ser suprimidos pelas assembleias, nem pelo estatuto da sociedade. Trata-se de direitos inderrogáveis, intangíveis, irrenunciáveis e imutáveis, não podendo, repita-se, o estatuto, nem a assembleia, excluir ou reduzir os direitos essenciais dos acionistas, conforme se extrai do § 2º desse art. 109.

Esse rol, contudo, não é taxativo, uma vez que, no decorrer da Lei das S/A, é possível extrair outros direitos, como o denominado *tag along* (oferta pública de compra em caso de cessão do controle), estampado no art. 254, o direito de negociar as ações, prescrito no art. 36, além do direito de participar das assembleias gerais e discutir os assuntos ali pautados, conforme o art. 125, dentre inúmeros outros que poderiam ser citados.

A participação nos lucros de uma S/A se dá por meio do pagamento de dividendos. Cabe à assembleia geral ordinária deliberar sobre a distribuição dos lucros.

A participação no acervo, como regra, verifica-se quando a sociedade é extinta. Mas, como exceção, pode-se verificar o direito de o acionista participar do acervo durante a existência da sociedade quando a sua ação é amortizada (corresponde ao adiantamento ao acionista do valor que detém

caso a sociedade seja extinta) ou quando o acionista exerce o direito de retirada (recesso ou dissidência).

Como regra, o acionista participa do acervo de acordo com sua participação acionária. É possível, entretanto, a criação de ações preferenciais que confirmam aos seus titulares uma percentagem superior no acervo quando comparada à participação no capital da sociedade, de acordo com o § 2º do art. 17 da Lei das S/A.

O direito de fiscalização, também essencial, é, contudo, razoavelmente restrito nas sociedades anônimas, pois se limita às hipóteses legais, quais sejam:

a) fiscalização por meio do conselho fiscal, órgão de existência obrigatória, mas de funcionamento facultativo, podendo ser instalado a qualquer momento (arts. 161 a 165-A da Lei das S/A);

b) acesso direto aos livros sociais. Nas sociedades anônimas, apenas podem ter acesso aos livros sociais acionistas que representem no mínimo 5% do capital social. Além disso, o acionista deve indicar o dispositivo legal ou estatutário violado (art. 105 da Lei das S/A);

c) prestação de contas dos administradores (art. 157 da Lei das S/A);

d) auditoria independente. Trata-se de um meio de fiscalização obrigatório nas sociedades anônimas abertas e facultativo nas fechadas (art. 177, § 3º, da Lei das S/A).

Ressalta Modesto Carvalhosa, na obra *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas* (p. 306), que

“(…) os direitos de informação, de fiscalização e de inspeção, e correspondentes direitos de ação, exercidos pelos acionistas individualmente ou na qualidade de minoritários, fundam-se no princípio da verificação da legalidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia e pelos controladores [podendo] qualquer cerceamento ou impedimento, por ação ou omissão do exercício desses direitos, ser objeto de medida judicial de nulidade do ato ilegal praticado, e de reparação por perdas e danos cabíveis”.

Além das hipóteses acima, constitui também direito essencial do acionista a preferência na subscrição de ações e outros títulos que forem

emitidos pela companhia, ou seja, os acionistas têm o direito de subscrever, com preferência de ordem, os valores mobiliários emitidos pela companhia, na proporção de sua participação anterior no capital social. Esse direito visa, principalmente, a manutenção do *status quo* patrimonial dos acionistas, por meio da conservação do percentual do capital social que inicialmente os acionistas mantinham na companhia.

Deve ser ressaltado, conforme ressalva Modesto Carvalhosa (2003, p. 307), que

“(...) a conservação dessa proporcionalidade não tem apenas sentido patrimonial; repercute nos direitos de natureza pessoal do acionista, notadamente porque a lei exige porcentagem mínima de ações para o exercício dos direitos da minoria. Esse princípio legal de isonomia patrimonial impede que ocorra a diluição das participações dos não controladores a favor dos controladores, que têm poderes para propor o aumento sucessivo do capital social”.

O direito de preferência ora tratado pode ser objeto de negociação, nos termos do art. 171, § 6º, sendo possível transferi-lo a terceiro, inclusive por negócio jurídico de compra e venda.

Comporta, ainda, esse direito de preferência, conforme salientado anteriormente, exceções nos casos descritos no art. 172 da Lei das S/A.

Por fim, como direito essencial do acionista, a Lei trata do direito de retirada, ou seja, do direito de recesso ou dissidência, fundamentado no interesse do acionista em não permanecer vinculado aos laços contratuais de uma sociedade em razão de transformações institucionais nela efetivadas por decisão coletiva com a qual não concordou.

O acionista pode retirar-se da sociedade de duas formas: a) pela alienação, que se realiza por um negócio bilateral sem a participação da sociedade (p. ex., contrato de compra e venda de ações); b) pela retirada (aqui considerado o direito essencial), que não se faz mediante acordo bilateral, mas por ato unilateral, exigindo-se a participação da companhia, possibilitando ao acionista liquidar a sua participação na companhia sem a necessidade de localizar um comprador para suas ações no mercado de

capitais, em caso de companhia aberta, ou entre particulares, em caso de companhia fechada.

A retirada, ou a dissidência, ou o recesso, como salientado, é um direito essencial do acionista, que, apesar de se encontrar regulado no art. 137 da Lei das S/A¹, encontra o seu vértice nas matérias enumeradas no art. 136 da mesma lei, matérias essas que, pela sua importância, dependem de maioria absoluta de votos, em assembleia, para aprovação.

O texto de Lei é importante e merece, mesmo que parcialmente, ser transcrito:

“A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas:

I – nos casos dos incisos I e II do art. 136², somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas;

II – nos casos dos incisos IV e V o art. 136³, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver: a) liquidez, quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários; e b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação;

III – no caso do inciso IX do art. 136⁴, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar: a) mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida; b) redução do dividendo obrigatório; ou c) participação em grupo de sociedades;

IV – o reembolso da ação deve ser reclamado à companhia no prazo de 30 (trinta) dias contado da publicação da ata da assembleia geral;

V – o prazo para o dissidente de deliberação de assembleia especial (art. 136, § 1º) será contado da publicação da respectiva ata;

VI – o pagamento do reembolso somente poderá ser exigido após a observância do disposto no § 3º e, se for o caso, da ratificação da deliberação pela assembleia geral.

(...)

§ 2º O direito de reembolso poderá ser exercido no prazo previsto nos incisos IV ou V do *caput* deste artigo, conforme o caso, ainda que o titular das ações tenha se absterido de votar contra a deliberação ou não tenha comparecido à assembleia.

§ 3º Nos 10 (dez) dias subsequentes ao término do prazo de que tratam os incisos IV e V do *caput* deste artigo, conforme o caso, contado da publicação da ata da assembleia geral ou da assembleia especial que ratificar a deliberação, é facultado aos órgãos da administração convocar a assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação, se entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes que exerceram o direito de retirada porá em risco a estabilidade financeira da empresa.

§ 4º Decairá do direito de retirada o acionista que não o exercer no prazo fixado”.

Simplificando o texto legal e no intuito de organizar a matéria, verifica-se que cabe o direito de retirada nos seguintes casos:

a) criação de ações preferenciais ou aumento das classes existentes, possuindo o direito de retirada somente os titulares de ações de espécie ou classe prejudicadas;

b) alteração nas preferências ou vantagens das ações preferenciais, hipótese em que somente terão direito de recesso os titulares de ações de espécie ou classe prejudicadas;

c) redução do dividendo obrigatório;

d) caso de fusão, cisão, incorporação ou participação em grupo de sociedades. É importante notar que a Lei n. 10.303/2001, que alterou profundamente a Lei das S/A, trouxe de volta a possibilidade do exercício do direito de retirada em caso de cisão, mas com as condições previstas no art. 137, acima transcrito;

e) alteração do objeto social da sociedade.

Repise-se que, para o exercício do direito de recesso, mister ter ocorrido alguma modificação institucional na companhia, incluída entre as hipóteses prescritas em lei, e não ter o acionista consentido com a deliberação tomada pela maioria a respeito de qualquer desses assuntos.

O prazo para o acionista exercer o direito de retirada previsto em lei, de 30 dias, contado sempre da data da publicação da ata da assembleia geral, é de decadência, sendo inútil e ineficaz, portanto, qualquer medida, judicial ou extrajudicial, tomada pelo acionista para interromper esse prazo.

Cumpra também salientar que não se admite no direito brasileiro o chamado recesso parcial, como preveem algumas legislações estrangeiras, ou seja, o acionista que dissente das matérias enumeradas em lei, ao exercer o seu direito de retirada, deverá fazê-lo com todas as ações da espécie ou classe que possuir.

Por fim, a legislação brasileira prevê a possibilidade de a companhia fazer realizar assembleia de retratação após o prazo de manifestação de direito de retirada pelos acionistas. Isso decorre em razão de o exercício desse direito ser apto a colocar em risco a estabilidade financeira da companhia, de acordo com o montante de pedidos de retirada efetuado pelos acionistas, motivo pelo qual permitiu que Modesto Carvalhosa (2003, p. 749) afirme que a lei brasileira adotou “a sistemática de que a deliberação que ensejou o recesso é plenamente eficaz e não condicional. Essa eficácia, no entanto, poderá desaparecer, se uma nova assembleia convocada, após decorridos os trinta dias ao término do prazo para o exercício do direito, decidir cancelar a deliberação a respeito, voltando o estatuto da companhia ao *status quo ante*”.

2.2.2 Direito de voto

Verificados, mesmo que sumariamente, os direitos essenciais, repita-se, inderrogáveis, intangíveis, irrenunciáveis e imutáveis, nota-se que desse rol não consta o importante direito de voto, que confere direitos políticos ao titular da ação.

Excluído do rol de direitos essenciais do acionista o direito de voto, regulado pelos arts. 110 ao 115 da Lei das S/A, torna-se inevitável perceber que ele, nas sociedades anônimas, não é direito essencial, pois pode ser suprimido pelo estatuto em duas hipóteses: a) criação de ações preferenciais das quais o direito de voto tenha sido expressamente retirado (arts. 15 e 111 da Lei das S/A); e b) acionista em mora (art. 120 da Lei das S/A).

Trata-se, na verdade, de um direito com encargo ou ônus, pois, como será aprofundado no decorrer deste tópico, deve ser exercitado no interesse da sociedade.

Além disso, a atual legislação brasileira, no tocante ao direito de voto (ao contrário do que ocorria com a lei anterior – Decreto-Lei n. 2.627/40), filiou-se à Escola Contratual, ou seja, o direito de voto não é inerente à propriedade da ação, podendo os não acionistas votar, na qualidade de

procuradores dos acionistas. A regulação desse mandato encontra-se prescrita no § 1º do art. 126 da Lei das S/A, ou seja, o acionista pode ser representado por procurador constituído há menos de um ano que seja acionista, administrador da companhia ou advogado; na companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser instituição financeira, cabendo ao administrador de fundos de investimento representar os condôminos.

O direito de voto, embora relativo a determinadas classes, como já asseverado, é irrenunciável pelo acionista titular de ações que detenham esse direito, legal ou estatutariamente, fazendo com que Ascarelli (2001, p. 407) afirmasse que o direito de voto pode inexistir para determinada classe de ação, mas não para determinado acionista.

Cada ação com direito a voto confere, em regra, um voto nas assembleias gerais. Contudo, é possível ocorrer o chamado voto múltiplo para eleição de membros do Conselho de Administração. O voto múltiplo ocorre quando cada ação confere tantos votos quantos forem os membros do Conselho de Administração (art. 141 da Lei das S/A). Além disso, pode o estatuto estabelecer limitação ao número de votos de cada acionista, conforme dispõe o § 1º do art. 110 da Lei das S/A – forma, a nosso ver, ineficiente de proteção da minoria e minimização do poder de controle, sendo ainda vedado atribuir voto plural a qualquer classe de ações, segundo o § 2º desse mesmo artigo, uma vez que, caso contrário, estar-se-ia permitindo a criação de uma desproporção entre ação e capital, em flagrante descompasso com os princípios norteadores do direito societário.

O acionista em mora não perde, automaticamente, seu direito de voto, devendo tal direito ser declarado suspenso pela assembleia geral.

Quanto às ações em tesouraria, também têm a suspensão dos direitos a elas inerentes, inclusive o de voto (art. 30 da Lei das S/A).

À ação preferencial pode o estatuto deixar de conferir o direito de voto, ou restringi-lo (art. 111 da Lei das S/A). Essa exclusão vem explicada como resposta ao progressivo absentismo dos acionistas nas assembleias gerais, o que nos parece dever ser objeto de melhor reflexão, dada a injustificada privação de um direito pelo seu simples não exercício.

O direito de voto será adquirido pelo preferencialista se a companhia, pelo prazo estabelecido no estatuto, nunca superior a três exercícios consecutivos (se não houver previsão, readquire-se o direito de imediato),

deixar de pagar os dividendos fixos ou mínimos. A aquisição do direito de voto pode ser excepcionada quando da implantação do empreendimento inicial da companhia, que deverá estar prevista no estatuto, restringindo-se, contudo, ao empreendimento inicial e não aos subsequentes, decorrentes de planos de expansão.

Dessa regulamentação é possível afirmar que a ação preferencial representa a suprema cisão entre ações de controle e ações de mera participação, ou seja, não é necessário, sempre, manter a titularidade da maioria do capital social para o controle da companhia. De fato, levando em conta que, anteriormente à Lei n. 10.303/2001, 2/3 do capital social das companhias podiam ser representados por ações preferenciais sem direito, é inegável que um acionista ou grupo de acionistas titulares de 1/2 mais uma das ações ordinárias, esse acionista ou grupo, possuindo 1/6 do capital social mais uma ação, nessa situação hipotética extrema, seria o titular do controle da companhia.

Para minimizar essa situação, tida pela maioria da doutrina como injusta e perigosa cisão entre controle e propriedade, a Lei n. 10.303/2001 diminuiu o percentual máximo possível de ações preferenciais sem direito de voto em 50% do capital social. É verdade que a almejada reforma da legislação societária brasileira acabou não ocorrendo, ao menos como se esperava, em razão da retaliação dos projetos pelos grupos de pressão, em exercício no Congresso Nacional, fazendo com que o Professor Calixto Salomão Filho a adjetivasse de “um arremedo de reforma” (prefácio à 2ª edição do *O novo Direito Societário*). A procedência da afirmação é incontestável, mas, mesmo assim, não há como negar algum avanço na legislação, nem que seja apenas para admitir a recuperação daquilo que se havia perdido em 1997, por força da Lei n. 9.457.

Em caso de penhor sobre as ações, o devedor continua com direito de voto, que, contudo, pode ser restrito se houver previsão no contrato (art. 113 da Lei das S/A).

Na alienação fiduciária o credor não tem direito de voto, e o devedor exerce-o nos termos previstos no contrato. Em caso de silêncio do contrato, entende-se que o proprietário fiduciário não reservou nenhuma matéria objeto de voto ao seu prévio consentimento (art. 114 da Lei das S/A).

Na hipótese de usufruto, se não houver previsão no contrato, o direito de voto somente poderá ser exercido mediante prévio acordo entre as partes. No caso de ausência de convenção, conforme salienta Modesto Carvalhosa (2003, p. 384), nossa lei optou pelo impedimento do exercício do voto em razão do irrecusável conflito de interesses que pode existir entre proprietário (que prefere uma restrita divisão de lucros) e usufrutuário (que opta pela distribuição da maior parcela possível de lucro em forma de dividendos).

A lei brasileira determina que é o interesse da companhia que deve nortear o voto do acionista (art. 115, *caput*), e, ao assim estabelecer, reconhece que os interesses daquela e dos acionistas nem sempre são convergentes. O direito de voto, assim, deve ser exercido *ex causa societatis*, não devendo configurar um instrumento de realização de interesse pessoal, egoístico, do acionista, mas o exercício de um poder delegado pela comunidade social, ou seja, a intenção legislativa é a de que cada sócio contribua para a formação do interesse social.

Frise-se que esse interesse social tem natureza objetiva, uma vez que é explicitado no objeto da companhia e nos seus fins lícitos de lucratividade e de utilidade social ou coletiva.

De fato, a lei societária define que existe um interesse da companhia efetivamente diverso do interesse do sócio, e que aquele deve prevalecer sobre o último, levando à conclusão de que o sócio deve abster-se de votar quando houver conflito formal de interesses, preconiza Carvalhosa (2003, p. 395).

Caso o voto não se traduza no interesse coletivo, instaura-se um conflito de interesses e o abuso de direito de voto.

Além disso, a tutela legal que visa definir as situações de conflito de interesses tem reflexos, também, na questão da responsabilização pessoal do acionista, uma vez que a confusão entre o seu interesse pessoal e o da sociedade leva a maior ruptura com o princípio da separação entre o patrimônio de ambos, admitindo-se a despersonalização da sociedade em hipóteses mais frequentes. Nesse sentido, ressaltando que a responsabilização do sócio é regra de proteção aos credores, enquanto a regra de conflito de interesses destina-se à tutela interna de disputas, ressalta Calixto Salomão (2005, p. 29) que, ao se fazer essa contraposição,

pode-se concluir que o regramento sobre conflito de interesses torna-se indispensável no sistema legal que não admita a responsabilização pessoal do sócio.

O voto, assim, deve ser exercido no interesse maior que é o interesse da sociedade, e não o individual (pessoal) do acionista. O conflito de interesses estará presente quando não houver um alinhamento entre o que é melhor para a sociedade e o objetivo almejado pelo sócio individual, ou seja, quando o interesse pessoal do acionista prevalecer sobre o da sociedade, estará caracterizado o voto abusivo.

É nesse cenário que se verifica a proibição do voto irregular, podendo ele ser classificado em duas espécies: voto abusivo e voto conflitante.

O voto abusivo é aquele com o qual o acionista tem a intenção de causar dano à sociedade ou aos demais acionistas. O voto conflitante é aquele proferido por acionista que tem um interesse pessoal incompatível com o interesse da sociedade. Nas duas hipóteses, haverá responsabilização civil do acionista. Os termos do art. 115, que o regula, são expressivos:

“O acionista deve exercer o direito a voto no interesse da companhia; considerar-se-á abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas”.

O aspecto subjetivo do voto, independentemente de quem o exerça, é evidenciado nesse artigo. Assim, a norma proibitiva do abuso ao exercício do direito de voto é destinada a qualquer acionista, seja ele considerado majoritário ou minoritário.

O que a norma busca proteger ao sancionar o voto abusivo não é o acionista minoritário, em princípio instalado em situação de desvantagem em relação ao majoritário. O art. 115 é claro ao atribuir ao acionista que exerce o direito de voto a obrigação de votar no interesse da companhia.

Extraí-se, assim, que o interesse comum é o destinatário da proteção legal. Nesse sentido,

“(…) como salienta a doutrina italiana, pelo voto dado em conflito de interesses é lesado, em primeiro lugar, o patrimônio social e somente por via de consequência o patrimônio individual dos acionistas impugnantes da deliberação. Por conseguinte, a norma legal que proíbe e sanciona o voto abusivo não é, especificamente, uma regra de proteção às minorias, mas ao próprio patrimônio social” (1990, p. 90).

De outro lado, referido dispositivo também é claro ao estipular que o objeto de prevenção é o voto abusivo em si, não sendo necessário para a caracterização do ilícito o dolo, a intenção de causar dano ou fraude.

A consequência do voto considerado abusivo é a possibilidade de anulação da deliberação, a responsabilização do acionista nos danos causados e a transferência para a companhia das vantagens indevidamente auferidas.

O § 1º do art. 115 da Lei das S/A impõe uma vedação expressa ao exercício do voto, enumerando as quatro situações nas quais o abuso é presumido, em razão, essencialmente, do conflito entre o interesse pessoal do acionista em contraposição ao interesse social. Esse parágrafo proíbe, assim, ao acionista votar nas deliberações da assembleia geral relativas *(i)* ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; *(ii)* a aprovação de suas contas como administrador; *(iii)* em quaisquer assembleias que puderem beneficiá-lo de modo particular, ou *(iv)* em que tiver interesse conflitante com o da companhia.

Além disso, esse mesmo art. 115 inaugura diversos outros preceitos legais que dispõem sobre o abuso de direito e o conflito de interesses (p. ex., abuso do poder do controlador e da sociedade controladora – arts. 116, 238 e 246; o desvio do poder do administrador – art. 154; o conflito de interesses do administrador com a companhia – art. 156, todos da Lei das S/A).

Não bastasse isso, é fácil conjecturar que o universo de conflitos pode ser tão vasto quanto o universo de participantes nas relações que se estabelecem numa companhia. Pode o conflito decorrer do exercício do direito de voto, das decisões que orientam a condução dos negócios da

administração e, ainda, das relações negociais que ocorrem na atividade empresarial.

O conflito entre acionistas majoritários e minoritários é o que decorre do exercício do poder de controle por parte de um grupo em relação aos demais acionistas minoritários. A lei societária protege o minoritário em diversas situações, conferindo-lhe direitos que não teriam garantido sem essa proteção legal. Inúmeras são as situações de conflito de interesses entre o acionista controlador e os minoritários, mas uma das operações societárias que mais destacam o conflito existente entre os sócios é a transferência do controle acionário, disciplinada no art. 254-A da LSA. As alterações introduzidas na lei societária pela Lei n. 10.303/2001 garantiram aos acionistas minoritários (mesmo que parcialmente) o recebimento de parte da mais-valia do poder de controle, obtido pelos controladores na venda de suas ações.

O conflito entre empresa e acionistas diz respeito à clássica e citada diferenciação entre o interesse da sociedade e o interesse do acionista, e o que efetivamente é interesse social. O conflito entre a própria sociedade e os acionistas se revela, entre outras formas, em relação aos benefícios financeiros auferidos. O acionista pode pretender benefícios imediatos, enquanto para a empresa, como atividade, pode ser imprescindível a retenção de valores para novos investimentos. Esse tipo de conflito também adquire contornos mais complexos quando se revive a ideia legislativa de atribuir à empresa objetivos diversos daqueles tradicionalmente aceitos, como a função social, o interesse da coletividade etc.

O conflito entre a empresa e o conselho de administração surge, em um primeiro exemplo, quando há o efetivo funcionamento desse órgão e existe um acordo de acionistas, com a necessidade de realizar as chamadas reuniões prévias para apurar o posicionamento a ser assumido posteriormente na assembleia geral e nas reuniões do Conselho de Administração. Analisando o papel deste e os deveres e obrigações decorrentes de um acordo de acionistas, surge o problema da aplicação desse acordo às votações do Conselho de Administração, podendo o conselheiro eleito, signatário do acordo de acionista, estar vinculado a um voto que não condiz com o interesse social. Outro viés a ser dado ao conflito entre a empresa e o membro do Conselho de Administração parte

de situação oposta, ou seja, não de interação entre o conselheiro e os acionistas em detrimento dos interesses da empresa, e sim de efetivo conflito entre a empresa e o conselheiro, decorrente da vinculação deste com empresas concorrentes (o art. 147, § 3º, estipula requisitos técnicos a serem preenchidos pelos conselheiros, vedando a participação de conselheiros ocupantes de cargos em empresas concorrentes, como também daqueles que tenham interesse conflitante com a sociedade).

Não bastassem esses exemplos de conflitos, mister ainda analisarmos a imensa discussão em torno da caracterização do conflito de interesses, que, uma vez instalado, gera responsabilidade em relação ao voto.

A doutrina consolidou a utilização de dois termos para caracterizar o conflito: formal ou substancial, dos quais decorrem consequências diversas. A grande indagação, especificamente em relação às modalidades previstas no § 1º do art. 115, é a seguinte: se o conflito é formal, presume-se que qualquer decisão lançada em seu contexto deverá ser abusiva, devendo portanto ser impedido *ex ante*; contudo, se o conflito é substancial, a existência de interesses potencialmente conflitantes por si só não vicia a decisão, de maneira que a análise quanto ao exercício abusivo do voto deve ser feita em cada caso, *a posteriori*.

Em relação às situações de vedação de voto previstas nos casos I e II do § 1º do art. 115⁵, há consenso na doutrina no sentido de o conflito ser formal. São muitos os estudos sobre o tema que concluem não haver dúvida quanto à vedação de voto nessas duas hipóteses.

A dúvida repousa, por outro lado, nas situações que puderem beneficiar o acionista de modo particular, e naquelas onde ele tenha interesse conflitante com o da companhia (hipóteses III e IV do parágrafo referido). Trata-se de tema polêmico, sendo inúmeros os posicionamentos doutrinários.

O entendimento pelo conflito substancial repousa no argumento de que o direito de voto é o próprio exercício do direito de propriedade do acionista, que não deve sofrer restrições não expressas na lei. Assim, a vedação somente se justificaria em situações excepcionais. Os argumentos em prol dessa teoria, basicamente, derivam de argumentos relacionados com a boa-fé do acionista que tem interesse alinhado à empresa, uma vez

que, ao votar, especialmente o majoritário, ele está externando o seu interesse, que em regra é o próprio interesse da companhia.

Comparato (2005, p. 92), no entanto, diverge do entendimento da boa-fé absoluta ao afirmar que cabe ao acionista controlador provar, sempre que houver benefício extrassocietário decorrente de deliberação assemblear, que não houve abuso de poder em prejuízo dos interesses acionários comuns.

Sobre o assunto, é paradigmática a decisão proferida no Inquérito Administrativo CVM TA/RJ2002/1.153, no qual se analisou suposta conduta de conflito de interesses tipificada no art. 115, § 1º (parte final), e cuja decisão final acolheu o entendimento de que o conflito deve ser substancial. Nesse caso questionou-se a votação por parte de dois acionistas que detinham participação acionária em empresa beneficiada com a deliberação da assembleia geral dispendo sobre acordo de prestação de serviços gerenciais. A decisão final foi no sentido de que o conflito de interesses deve ser analisado caso a caso, *a posteriori*, pois não se pode presumir a má-fé do acionista. O voto vencido da Relatora Norma Parente destaca, ao contrário, que

“(…) é indiferente para caracterizar o conflito que o interesse seja divergente ou oposto ou que haja vantagem para um e prejuízo para o outro. A lei emprega a palavra conflito em sentido lato, abrangendo qualquer situação em que o acionista estiver negociando com a sociedade”.

O caso supracitado (além de outros julgados da Comissão de Valores Mobiliários) revela que a questão da identificação das duas últimas situações de conflito de interesses previstas no § 1º do art. 115 não tem sido de fácil solução. Especificamente nas hipóteses I e II desse parágrafo verifica-se um consenso em relação à proibição de voto do acionista (deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social, e para a aprovação de suas contas como administrador). Também há certo consenso de vedação do voto em relação à terceira hipótese (quaisquer situações que puderem beneficiá-lo de modo particular). Na última situação, que diz respeito mais de perto à questão do conflito (em que tiver interesse conflitante com o da

companhia), há um entendimento quase que unânime, com algumas exceções, no sentido de que somente cabe uma análise substancial, *a posteriori*.

A dificuldade de interpretação da norma, conforme observado pelas decisões últimas da CVM, fizeram surgir o Parecer de Orientação CVM n. 24, de 18 de agosto de 2006, que tem por objetivo divulgar a interpretação da CVM sobre a incidência do impedimento prévio de voto. Esse Parecer, tendo em vista as várias operações para migração e unificação de ações, com vistas à aderência das empresas ao Novo Mercado de ações da Bovespa, deixou assentado que o acionista controlador está impedido de votar caso a proposta de incorporação (ou incorporação reversa) da companhia, ou de suas ações, considere uma relação de troca que atribua valor diferente às ações de emissão da companhia que sejam de propriedade da sociedade *holding*, e às demais ações da mesma espécie e classe de emissão da companhia.

Adotou a CVM, para as hipóteses do Parecer de Orientação, a nosso ver, posicionamento pelo conflito formal, ao impedir o voto, independentemente da análise sobre o voto ser determinante para o resultado da votação.

Calixto Salomão (2005, p. 80) entende que o problema do conflito de interesses é mais facilmente resolvido pela solução orgânica ou estrutural do que por uma regra de conflito. Assim, entende o professor que as alterações introduzidas na Lei de Sociedades Anônimas representaram uma oportunidade perdida de introduzir uma sistemática de solução de conflitos por meio da organização da empresa. Os agentes que convivem numa relação societária empresarial são movidos por incentivos, que decorrem tanto da lei quanto de mecanismos previstos na organização empresarial. Assim, uma regra mais clara sobre a questão do conflito formal leva o próprio acionista em conflito a se abster de votar ou a levar o problema à deliberação assemblear. Nessas duas situações, aplicando-se a Teoria dos Jogos, caminha-se para uma situação de cooperação, de compartilhamento do problema com os demais acionistas, em benefício da própria empresa.

“A regra de conflito de interesses formal tem, portanto, dupla função. Além de evitar decisão seguramente prejudicial à sociedade, ajuda a formação de um ambiente cooperativo, fundamental para o seu desenvolvimento” (COMPARATO, 2005, p. 388).

O que deve ser relevado na escolha do critério de haver presunção de o acionista não possuir a isenção necessária para o exercício do direito de voto em situações conflitantes são os incentivos transmitidos com tal escolha. Ao se admitir que essa presunção existe, e que a votação é vedada, salvo se for demonstrado pelo acionista que seu voto será isento, o ônus da prova passa a ser encargo do acionista que pretende votar, e que terá ampla oportunidade para demonstrar na assembleia, que, não obstante o potencial conflito, estará decidindo no interesse da empresa. Por outro lado, adotando a tese de que em princípio o acionista atua com lisura, cabendo aos que se sentirem lesados assumir a incumbência de suscitar o problema perante os órgãos administrativos ou judiciários, evidentemente se transfere todo o custo para o acionista potencialmente lesado, e na prática essa postura atua como incentivo ao silêncio em relação ao conflito.

A questão é, de fato, complexa e merece ainda maiores investimentos de reflexão.

Não se pode deixar de mencionar que a administração empresarial onde se consolidam situações conflituosas, quer pela falta de clareza legal ou em decorrência de interpretação favorável aos controladores, tem consequências deletérias que transcendem aos prejuízos causados aos acionistas minoritários ou à empresa, alcançando também o relevantíssimo (em termos econômicos e sociais) mercado de capitais e a coletividade. Trata-se de uma visão que privilegia o acionista majoritário, em detrimento não apenas do minoritário, mas dos investidores em geral do mercado de capitais pela desconfiança que suscita em relação à lisura da empresa, e pela inocuidade dos mecanismos de defesa dos potenciais lesados. Nesse sentido, há que destacar a ineficácia da repressão *a posteriori*, uma vez que a anulação da assembleia, passado determinado período de tempo, é contraproducente para os próprios negócios da empresa, passando a pena aplicada a ser a apuração do prejuízo acusado. Este, por sua vez, é de difícil valoração e dificilmente repara efetivamente o dano causado.

Diante destes últimos argumentos, temos para nós que o dispositivo legal deve ser interpretado de forma mais restrita, incentivando o acionista supostamente com interesse conflitante a compartilhar com os demais

acionistas a discussão e a definição da questão do conflito. A partir disso, deve ser deliberada em assembleia a possibilidade de voto, uma vez tendo sido dada publicidade ao conflito. A assembleia é o foro adequado para a questão, e, como ressalta a Diretora da CVM, Norma Parente, ao votar no Inquérito Administrativo TA/RJ2001/4977, “(...) deve ser ressaltada a importância das decisões assembleares que não podem ser utilizadas como instrumentos destinados a legitimar a vontade do controlador ou ao cumprimento de meras formalidades”, para enfatizar que o acionista com potencial conflito de interesses deve informar os demais participantes.

2.2.3 Acordo de acionistas

Apesar de não haver previsão legal sobre o acordo de acionistas antes da Lei das S/A de 1976, esse instituto era largamente utilizado pelas sociedades anônimas, considerando que a parcela minoritária do capital das grandes companhias, diante do fracionamento do colégio acionário, foi obrigada a se organizar pactuando votar no mesmo sentido, visando à defesa de seus interesses comuns. Além disso, na década de 60, a participação do Banco Nacional de Desenvolvimento e suas subsidiárias no capital de inúmeras sociedades anônimas e, também, a formação de *joint ventures*, com a participação de empresas estrangeiras, acabaram por impor a utilização dos acordos de acionistas como única forma de viabilizar determinadas composições societárias (BARBI FILHO, 1993, p. 35).

Diante da verificação da larga utilização de acordos de acionistas na prática societária e da possibilidade de cometimento de abusos por meio deles, a Lei das S/A de 1976, em seu art. 118, disciplinou seus efeitos perante as partes contratantes, perante a companhia e terceiros.

O acordo de acionistas, então, destina-se a implementar interesses individuais, utilizando-se de instrumentos jurídicos contidos na sociedade, não podendo os interesses dos acionistas se sobrepor aos da companhia.

Dessa forma, o acordo de acionistas consiste em um contrato celebrado entre dois ou mais acionistas, com o objetivo, pelo menos em tese, de estabilizar as relações na companhia.

Basicamente, o acordo de acionistas tem por objetivo regulamentar, entre as partes, questões referentes ao poder de controle da sociedade, direito de voto, alienação de ações e preferência para sua aquisição, embora possa tratar de outros assuntos de interesse dos contratantes.

Em regra, aplicam-se aos acordos de acionistas as normas gerais aplicáveis aos contratos. Entretanto, especificamente para as matérias relacionadas acima (poder de controle, direito de voto, alienação de ações e preferência para a sua aquisição), o acordo deverá ser observado pela sociedade, a qual não praticará atos contrários ao seu conteúdo, cabendo a autotutela. E, caso se verifique a prática de ato contrário, terá o contratante prejudicado a possibilidade de obter a execução específica do acordo pela via judicial. Ressalte-se, contudo, que tais medidas estarão condicionadas ao registro do acordo de acionistas nos livros da sociedade anônima para gerar efeitos em relação à sociedade e perante terceiros. Caso não esteja registrado, então a sociedade não estará obrigada a observar os termos do acordo, tampouco terá o contratante prejudicado possibilidade de obter a execução específica, possuindo apenas os direitos comuns aplicáveis aos contratos em geral. Trata-se de previsão do *caput* do artigo mencionado.

Quanto à natureza jurídica, não obstante as inúmeras doutrinas contrárias, trata-se de um contrato, sujeitando-se assim aos elementos de existência, requisitos de validade e fatores de eficácia do direito civil, com as ressalvas estabelecidas na própria lei societária. Esse contrato pode ser classificado como:

- a) atípico;
- b) de organização, pois as partes, ao pactuarem convenções de voto, de bloqueio ou múltiplas, obrigam-se a cooperar (na busca da consecução de fins comuns, ao disporem sobre o controle interno; ao formarem uma minoria qualificada e coesa, pelo acordo de defesa; e ao lograrem compartilhar o poder e a pacificação da sociedade, com base em acordo de entendimento mútuo);
- c) consensual;
- d) plurilateral;
- e) acessório, pois é subordinado e dependente do contrato social;
- f) *intuitu personae*, pois a pessoa e a qualidade de sócio são determinantes e decisivas para a construção da relação contratual;
- g) parassocial, pois, embora celebrado sem a adesão ou a interveniência da sociedade, seus efeitos se operam no seio da própria companhia,

- configurando prolongamento do contrato social;
- h) não solene, já que, apesar de geralmente realizado por instrumento público ou particular, pode ser realizado verbalmente;
 - i) de execução continuada, uma vez que o cumprimento das obrigações e o exercício dos direitos protraem-se no tempo;
 - j) de prazo determinado ou indeterminado.

Quanto à eficácia, repise-se que, para as partes, esta comparece desde a contratação, mas, para a sociedade, dá-se com o arquivamento na sede social e desde que restrito às matérias do art. 118 da Lei das S/A, como já afluído. Os administradores devem observar o acordo e fazê-lo cumprir, sob pena de responder pelos prejuízos causados às partes, aos demais sócios, à sociedade e a terceiros. Havendo outras matérias reguladas no acordo de acionistas, podem ser obrigatórias entre os sócios, mas a sociedade não estará obrigada a observar as disposições pactuadas no acordo, exceto se houver expressa previsão no contrato social de outras matérias possíveis em acordo de acionistas. No tocante a terceiros, nos termos do § 1º do art. 118 da Lei das S/A, “as obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos”.

A doutrina costuma classificar esses acordos, segundo diversos critérios. São eles:

1. quanto às finalidades:

- a) acordo de comando – tem por finalidade a organização do poder de controle, contendo cláusulas sobre as alterações estatutárias, a eleição proporcional de administradores, o aumento de capital e sua subscrição, a fixação da política de dividendos, a emissão de debêntures e sua subscrição, aos processos de integração empresarial etc.;
- b) acordo de defesa – visa à proteção da minoria qualificada, coesa e ativa, tornando-a capaz de proteger-se contra o abuso do direito de voto do controlador e de inibir o exercício abusivo do poder de

comando, de exercer influência sobre as deliberações sociais e de fiscalizar os atos e negócios jurídicos praticados pelos administradores;

c) acordo de entendimento mútuo – une controladores e minoritários em torno de interesses comuns e tem por finalidade uniformizar a votação nas reuniões e assembleias gerais de sócios e regular os direitos sociais e patrimoniais das partes, prevenindo divergências e conflitos;

2. quanto ao conteúdo:

a) acordo de voto – consiste na obrigação assumida pelos acionistas de exercer o direito de voto num sentido predeterminado, estabelecido antes da reunião ou assembleia geral. Tem-se admitido a validade de convenção de voto, desde que não cause prejuízos a terceiros. Quando da vigência do Código Comercial, a convenção de voto não poderia violar o seu art. 302.7: “Toda a cláusula ou condição oculta, contrária às cláusulas ou condições contidas no instrumento ostensivo do contrato, é nula”;

b) acordo de bloqueio – dispõe sobre matérias que objetivam manter inalterado o quadro de sócios. São comuns cláusulas sobre a cessão de quotas, de preferência à aquisição das ações do retirante em benefício dos demais acionistas, que exijam a concordância dos demais acionistas, que subordinem a cessão a determinada condição, de promessa de cessão de ações etc.;

c) acordo múltiplo – dispõe sobre diversas matérias de interesse pessoal e societário, tais como o percentual com que cada um entrará para a formação da sociedade, os direitos das minorias, a forma de escolha dos administradores e fiscais e a proporção em que cada grupo os indicará, bem como outras matérias de organização da sociedade;

3. quanto aos efeitos:

a) unilateral – faz nascer obrigações para somente uma das partes (p. ex., uma parte vincula o exercício do direito do voto e a outra não assume qualquer obrigação de natureza societária, o controlador obriga-se a dar preferência ao grupo minoritário na aquisição de ações etc.);

b) bilateral – produz obrigações recíprocas (p. ex., um grupo de acionistas obriga-se a votar nos indicados pelo outro, para

determinados cargos, se esse grupo fizer o mesmo, com relação aos elementos que designar, para outros cargos);

- c) plurilateral – constituem uma comunhão protetiva de determinados grupos de acionistas – minoritários ou controladores –, para melhor assegurar seus interesses nas deliberações sociais, como acordos que têm em vista, pela predeterminação do sentido do voto, estabelecer uma estável política de dividendos ou alocação de resultados; acordos com o objetivo de assegurar a continuidade na administração da companhia mediante a fixação de critérios de escolhas e de eleição etc.

Apesar de o tema acordo de acionistas ser objeto de capítulo específico em outro volume desta coleção, é importante frisar, desde logo, que a Lei n. 10.303/2001, entre outras tantas inovações, alterou significativamente o art. 118 da Lei das S/A. Além da ampliação do objeto do acordo para abordar, também, o exercício do poder de controle (*caput*), foram acrescentados os §§ 6º ao 11 a esse artigo.

Aqui é importante destacar os §§ 8º e 9º do referido artigo, por serem, a nosso ver, contrários aos princípios gerais da Lei das S/A, sendo fonte de muitas dúvidas e questionamentos.

Esses parágrafos vieram a suprimir alguns dos poderes políticos da administração. O § 8º do referido artigo estabelece uma obrigação negativa à companhia, qual seja, a de não considerar o voto proferido contrariamente ao que consta em acordo de acionistas (firmado pelo votante) e devidamente arquivado na companhia.

O § 9º, por sua vez, determina que, sempre que houver ausência ou abstenção quanto ao direito de voto do acionista ou de conselheiro eleito, caberá à parte prejudicada o direito de votar em nome do acionista ou do conselheiro ausente, ou que tenha deixado de manifestar sua intenção de voto.

O que causa espanto é o fato de referidos parágrafos vincularem ao acordo de acionistas não apenas os signatários deste, mas também os conselheiros da companhia eleitos pelo acordo, ou os diretores eleitos, caso não haja o Conselho de Administração. Assim sendo, em determinadas situações, pode existir um conflito entre esses dispositivos e o sistema

jurídico vigente, devendo os princípios gerais da norma societária prevalecer, o que será discutido a seguir.

De acordo com esses parágrafos, o presidente da assembleia ou do órgão colegiado da companhia não deve computar o voto proferido em infração ao acordo de acionistas, desde que devidamente arquivado. Além disso, foi outorgado o chamado “mandato legal” à parte prejudicada do acordo, ou seja, ficou-lhe assegurado o direito de votar com as ações de propriedade do acionista ausente ou omissa na assembleia. E, mais, no caso de conselho, que o conselheiro eleito pela parte prejudicada vote no lugar do conselheiro ausente ou omissa na reunião do órgão colegiado, ou, ainda, na hipótese de abstenção de voto do acionista integrante do acordo ou de conselheiro eleito nos termos do acordo de acionistas.

Sendo assim, o conselheiro e/ou o diretor eleito em virtude de acordo de acionistas estará, em tese, obrigado a observar a orientação prévia dada pelos acionistas que o elegeram por meio de acordo de acionistas. Caso o administrador se abstenha de votar ou esteja ausente na reunião do seu órgão, o seu voto (ou ausência) será substituído pelo voto de outro conselheiro ou diretor eleito pelo acordo, conforme o caso, que votará em seu nome. E, ainda, caso profira o voto em desacordo com a orientação da reunião prévia dos acionistas, terá o seu voto desconsiderado.

Essas novas regras vieram suprimir alguns poderes políticos da administração e contrariam os princípios da independência dos órgãos da companhia e da autonomia dos administradores. Some-se a isso o fato de que os administradores não são signatários do acordo de acionistas, ou seja, não participam da sua formação e elaboração, assim como não emitem nenhum tipo de opinião com relação aos assuntos que ali estão sendo tratados.

Assim sendo, considerando que os §§ 8º e 9º, combinados, determinam a forma como algumas matérias de competência exclusiva do Conselho de Administração podem ser deliberadas pelos acionistas, em reunião prévia, no sentido de influenciar o voto do conselheiro eleito pelo acordo de acionistas do qual estes acionistas são signatários, eles (os §§ 8º e 9º) devem ter aplicação restrita quando colidirem com os princípios gerais da Lei das S/A, uma vez que os princípios devem prevalecer sobre a nova norma.

De fato, esses parágrafos ferem o art. 139 da Lei das S/A, no qual constam as atribuições e poderes conferidos aos órgãos de administração e que não podem ser outorgados a outro órgão, refletindo, portanto, o princípio geral da indelegabilidade desses poderes; ferem também o art. 154, § 1º, que estabelece que o administrador, ainda que eleito por grupo de acionistas, tem um dever para com a companhia, não podendo faltar com ele nem mesmo para defesa do interesse dos que o elegeram. Levando em conta, repise-se, que, de acordo com a teoria geral do direito, os princípios são condições, base de validade das demais disposições de cada norma, não pode ser outra a conclusão.

Além disso, deve-se ter em consideração que o acordo de acionistas possui objeto delimitado; para ter validade perante a companhia e terceiros, além de ser arquivado na sede social, deve versar sobre exercício do direito de voto dos acionistas, o exercício do poder de controle, a compra e venda de ações e o direito de preferência para adquiri-las. Assim, as decisões dos acionistas no tocante a essas matérias não podem vincular as decisões dos conselheiros, considerando que tais matérias não cabem no âmbito das reuniões do conselho. O voto que pode ser objeto do acordo é para ser exercido no âmbito da assembleia e não do conselho de administração. Outrossim, não custa lembrar que o administrador deve observar, sempre, o interesse social em primeiro lugar, e este nem sempre está em harmonia com o interesse de determinado grupo de acionistas.

Outro ponto a ser observado é que a evolução do nosso direito societário, com as novas práticas de governança corporativa, caminha no sentido de termos um Conselho de Administração cada vez mais independente, com pessoas capacitadas para as atividades que irão exercer. O Código Brasileiro das Melhores Práticas de Governança Corporativa sugere expressamente, no item 2.16, que “o conselheiro deve buscar a máxima independência possível em relação ao acionista, grupo acionário ou parte interessada que o tenha indicado para o cargo, consciente de que, uma vez eleito, sua responsabilidade refere-se ao conjunto de todos os proprietários”, a demonstrar que, com clareza solar, as novas disposições legais sobre a vinculação dos administradores à orientação da reunião prévia dos acionistas se afastam por completo dos sensatos princípios da governança corporativa, tão preocupados com a transparência nas decisões

internas da companhia e com o fortalecimento do, repita-se uma vez mais, relevante em termos econômicos e sociais mercado de capitais brasileiro.

Márcio Tadeu Guimarães Nunes (NUNES, 2003), por sua vez, defende que a autotutela estabelecida na Lei das S/A pode prejudicar os princípios da autonomia entre os órgãos da companhia e da independência funcional do conselheiro de administração, uma vez que o Conselho de Administração deve ser autônomo o suficiente para filtrar seletivamente – em especial quanto à legalidade – a política desejada pelo controlador, mesmo quando este elege a maioria dos conselheiros. Ainda, caso os conselheiros sejam obrigados a seguir sempre as decisões tomadas em uma reunião prévia ou as regras de um acordo de acionistas, os conselheiros eleitos por minoritários são prejudicados, uma vez que não haverá espaço para um debate produtivo sobre as questões da sociedade.

Outro assunto controvertido trazido à tona como consequência da autotutela é o conflito de interesses. Consoante o § 1º do art. 115 da Lei das S/A, já analisado anteriormente, os acionistas não podem votar em deliberações em que tenham interesse particular ou conflitante com o da sociedade. Entretanto, conforme exemplificou Márcio Tadeu Guimarães Nunes (NUNES, 2003), um acionista com conflito de interesse em determinada matéria, portanto impedido de votar na respectiva assembleia geral, pode ver sua vontade prevalecer por sua preponderância de votos no âmbito da reunião prévia. Continua o autor a defender que a autotutela dos acordos de acionistas fere alguns princípios constitucionais, tais como o direito ao devido processo legal e o direito de propriedade do acionista, entendendo que o julgamento de uma manifestação de voto por um acionista ou grupo de acionistas como contrário a um acordo de acionistas e a substituição dessa declaração por outra mais adequada são da competência exclusiva do Poder Judiciário. Ainda, o acionista e o administrador não deveriam, em hipótese alguma, desviar-se da função social que orienta e legitima o exercício do direito decorrente da titularidade das ações ou da qualidade de conselheiro somente para atender os interesses particulares prevalecentes num acordo de acionistas.

2.2.4 Suspensão de direitos

A suspensão dos direitos dos acionistas, regulado pelo art. 120 da Lei das S/A, configura uma consequência do descumprimento de obrigação

imposta pelo contrato ou pela lei. Não se trata de uma pena aplicada automaticamente; ao contrário, é necessária uma declaração em assembleia geral.

Essa declaração não pode dar-se de forma genérica, devendo ser declarados os direitos que estão suspensos, nem pode ser discriminatória, devendo atingir todos os acionistas em mora. Deve ainda essa declaração ser objetiva, e nunca subjetiva, ou seja, caso existam ações integralizadas pelo acionista, ao lado de outras não integralizadas, esse acionista conservará os direitos relacionados com o lote das primeiras.

A suspensão pode atingir o exercício do direito de voto, o direito de comparecimento às assembleias gerais, o de recebimento de dividendos e bonificações, o de preferência na subscrição, o direito de recesso, o de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, e demais hipóteses previstas em lei ou contrato, cessando essa suspensão a partir do momento em que cumprida a obrigação pelo acionista.

2.3 Deveres dos acionistas

Ao lado dos direitos, conforme relatado no início deste capítulo, os acionistas são também titulares de deveres. O dever principal é o de integralizar as ações subscritas. O acionista que não cumpre esse dever será considerado remisso, nos termos do art. 107 da Lei das S/A. A obrigação de realizar o capital deve dar-se de acordo com as condições previstas no estatuto ou no boletim de subscrição, de acordo com o art. 106 da lei em referência. Caso haja omissão nesses instrumentos, cabe aos órgãos da administração efetuar chamada mediante avisos publicados na imprensa, por pelo menos três vezes, fixando prazo mínimo de trinta dias para o pagamento. Em caso de não pagamento, fica o acionista, de pleno direito, constituído em mora, sujeitando-se ao pagamento de juros, correção monetária e multa não superior a 10%.

Diante de um acionista remisso, a sociedade anônima tem duas opções: poderá optar pela cobrança do valor a integralizar ou poderá alienar as ações do remisso na bolsa de valores em leilão especial. Essas opções são

válidas para sociedade anônima aberta ou fechada, devendo eventual montante que já tenha sido integralizado pelo remisso ser restituído.

Caso, quer com a execução, quer com a venda em bolsa, a companhia não consiga obter a integralização das ações, poderá declarar os direitos dela decorrentes caducos e expropriar as ações, integralizando-as com lucros e reservas, e, caso eles não existam, deve a companhia em, no máximo um ano, pôr as ações em comisso, rescindindo o contrato de integralização, e, posteriormente, não havendo adquirente, deve reduzir o capital.

A Lei das S/A, em seu art. 108, não impede que as ações ainda não integralizadas sejam negociadas (com um mínimo de entrada de 10% para as fechadas e de 30% para as abertas), mas mantém a responsabilidade do alienante, pelo prazo de 2 anos, solidariamente com os adquirentes, pelo pagamento das prestações que faltarem para a integralização das ações transferidas. Trata-se de previsão que visa a assegurar a integralização do capital social e também em razão de a dívida ser inerente às ações, transferindo-se junto com elas.

2.4 Acionista controlador – deveres e responsabilidades

O poder de controle é o poder de comandar a companhia, elegendo seus administradores e determinando as linhas básicas de atuação desta. Detém o poder de controle de uma sociedade anônima o acionista ou grupo de acionistas (normalmente vinculados por acordo de acionistas) que for titular de um número de votos que lhe assegure a maioria nas assembleias gerais, desde que efetivamente exerça tal direito.

O conceito legal encontra-se no art. 116 da Lei das S/A. Dele se extraem os termos seguintes: pessoa, física ou jurídica, ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum, titular de direitos de sócio que lhe assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, usando efetivamente esse poder para dirigir

as atividades sociais e para orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Essa caracterização do acionista controlador, exposta no referido artigo, abandonou a figura do acionista majoritário previsto na legislação anterior (Decreto-Lei n. 2.627, de 1940). Ao adotar o efetivo controle exercido pelo acionista na respectiva empresa, em detrimento de sua participação quantitativa no capital social da companhia, o legislador personificou a figura do acionista controlador, que exerce o poder não apenas pela titularidade de direitos de sócio que lhe assegurem a maioria nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, mas também pela efetiva condução da administração da empresa.

Cumprir observar que referido artigo alude tão somente ao controle interno exercido na companhia, embora não se possa desprezar o fato de que, no atual cenário do sistema financeiro e regulatório do País, o controle externo adquiriu proporções justificáveis pela prática e dinâmica empresarial, como se observa na ANATEL, por meio da Resolução 101/1999 e no CADE, consistente no que consta no Anexo II da Resolução 18 de 1998, dentre inúmeros que poderiam ser citados⁶.

Além disso, não se pode excluir o clássico estudo do Prof. Comparato (2005) no qual expõe que o controle interno é exercido por agente que atua no interior da sociedade (*ab intus*), utilizando-se dos mecanismos de poder próprios da estrutura societária, notadamente a deliberação em assembleia, enquanto o controle externo é exercido por agentes externos da sociedade, que não compõem nenhum dos órgãos da sociedade, atuando de fora (*ab extra*), podendo ocorrer sob diversas formas, por exemplo: a) situação de endividamento da sociedade; b) controle exercido por sócio oculto em conta de participação (que detenham, por ex., as informações técnicas das quais a sociedade é dependente); c) em caso de intervenção judicial ou extrajudicial; d) outras intervenções legitimadas pela força jurídica. Pode-se acrescentar, ainda, o poder de decisão das agências reguladoras em alguns setores da economia, de cujas deliberações podem efetivamente alterar os rumos da empresa.

A lei societária trata do controle da empresa apenas nos arts. 116 e 243, § 2º; enquanto o art. 116 reconhece como controlador apenas o acionista

direto da companhia, o art. 243 refere-se à sociedade controladora que exerce o comando indiretamente. Ambos os dispositivos legais, contudo, repise-se, referem-se ao poder de controle exercido na assembleia da empresa, o que afasta o controle gerencial ou o controle externo.

As sociedades empresariais são em regra organizadas de modo que se estabelecem os seguintes níveis na estrutura do poder: (i) participação no capital; (ii) direção; e (iii) controle. Esses são três conceitos que não se embarçam, pois o controle não se confunde com a direção. A participação no capital não significa necessariamente controle, e a direção pode ser desempenhada independentemente do exercício direto do controle. Verifica-se, portanto, que o poder de controle (interno) não tem fundamento apenas na propriedade acionária, e pode ser externado por diversas formas, dependendo da estrutura organizacional adotada pela empresa.

A doutrina brasileira define as várias formas de controle interno em cinco possíveis situações: a) controle da participação completa ou quase completa – ocorre na sociedade unipessoal, na qual o controle é exercido por e em interesse do titular único do capital social; b) controle pela maioria; c) controle exercido por algum mecanismo jurídico, como, por exemplo, uma *holding* ou o sistema de franquia; d) controle pela minoria; e e) controle administrativo ou gerencial, exercido pelos administradores, independentemente do controle acionário.

Para outro setor doutrinário, o poder de controle pressupõe necessariamente a existência de maioria organizada e atuante, capaz de deliberar e decidir, com autoridade e independência, as questões submetidas ao sufrágio do quadro acionário. O poder do acionista, para essa corrente, somente é garantido quando ele pode contar, de maneira estável e permanente, com participação maior que 50% do capital votante. Esse entendimento, no entanto, conflita com a possibilidade de a maioria do capital votante pertencer a quem detenha parcela inferior a *metade mais um* dos votos, situação na qual o poder de controle existe mesmo na conjuntura de *metade menos um* dos votos. Tal fato decorre da pulverização das ações no mercado mobiliário.

Modesto Carvalhosa (2003, p. 422) registra que a Lei n. 6.404/76 introduziu uma quebra na proporção entre capital e poder societário, uma

vez que o controle pode ser detido por pessoa diversa daquela que assumiu o risco do investimento para adquirir a maioria numérica do capital social:

“Estabelece o novo diploma, dessa maneira, o regime de concentração de poder em mãos de acionistas simplesmente organizados para a tomada e o exercício do controle e não em mãos daqueles que dispunham, para tanto, a arriscar investimentos no capital social superiores a 50% das ações ordinárias”.

Expõe ainda o autor (2003, p. 423) que o conceito do acionista controlador em nossa lei segue a linha da teoria de Rathenau, ou seja, da “empresa em si”, ao transformar a atividade empresarial no fim maior a ser alcançado, em detrimento do interesse dos acionistas, que seria a maximização dos lucros. As obrigações e responsabilidades hoje atribuídas ao controlador corroboram, a nosso ver, esse entendimento, uma vez que, por força do art. 116 da Lei das S/A, o titular do poder de controle tem deveres e obrigações para com a realização do objeto, do fim social da empresa, para com os demais acionistas, trabalhadores e comunidade em que atua, e, ainda, para com o mercado, consistente principalmente no dever de informar.

Releva ainda apontar que o referido art. 116 determina que a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia devem ser permanentes. Essa noção de permanência veio a ser esclarecida pelo Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução n. 401 do Banco Central, de 23 de setembro de 1976, para condicioná-la à manutenção da maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas assembleias da companhia. Essa Resolução n. 401/76, no entanto, define esse período temporal para efeito de caracterização do poder de controle para efeito de alienação do controle acionário, mas veio a ser aceita pela CVM como critério para as demais situações.

Em suma, o poder de controle não é mais praticado apenas nas assembleias, por meio do exercício do direito de voto, e sim no efetivo comando da administração, seja sob orientação direta do acionista controlador, seja em decorrência de poderes de gestão que representam

verdadeiro domínio da companhia. A existência de interesses diversos por parte dos diferentes atores na condução de uma empresa possibilita, na prática, o desvirtuamento do exercício desse poder de controle, de maneira a ser norteadado pela busca da obtenção de fins pessoais e não do interesse social da companhia, o que torna extremamente necessária a existência de mecanismos de prevenção e controle de conflitos de interesses.

Dessa forma, estabelece o parágrafo único do mesmo art. 116 que o controlador deve usar o seu poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objetivo e cumprir a sua função social. Prevê ainda que ele tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender, e, com a já citada reforma da Lei ocorrida em 2001 (incluindo o art. 116-A na Lei das S/A), detém ainda o controlador a obrigação de informar modificação da sua posição acionária, como forma de prevenção das condutas denominadas *insider trading* (PROENÇA, 2005, p. 96 e 97).

No tocante à ênfase da legislação quanto ao dever do controlador de fazer a sociedade cumprir o seu objetivo e sua função social, Modesto Carvalhosa (2003, p. 425) transcreve importante trecho da exposição de motivos da Lei n. 6.404/76:

“O princípio básico adotado pelo projeto e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir a sua função social, e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa – os que nela trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua”.

Dessa exposição, conclui Carvalhosa:

“Ao empolgarem praticamente sozinhos o reduzido colégio votante, os controladores têm o domínio absoluto da companhia e, por outro lado, a responsabilidade também total sobre a realização de seus objetivos empresariais,

respondendo perante o Estado, a comunidade de acionistas, empregados e coletividade em geral”.

Nos termos do art. 117, o acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder, ou seja, com atuação sem moderação de prerrogativa que lhe foi legalmente concedida, com atuação contrária aos interesses de terceiros e com o objetivo de causar-lhes danos, cerceando o exercício de direitos ou mesmo visando a um enriquecimento ilícito ou sem causa.

A Lei das S/A, mostrando a sua constante preocupação na proteção do acionista minoritário, da comunidade em que a companhia atua, dos trabalhadores, dos consumidores, na manutenção de empresa pela função social que porta (dados os benefícios em prol da coletividade que a sociedade gera), em seu art. 117, § 1º, descreve as hipóteses em que se verifica o exercício abusivo do poder de controle, nos seguintes termos:

“São modalidades de exercício abusivo de poder:

a) orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional, ou levá-la a favorecer outra sociedade, brasileira ou estrangeira, em prejuízo da participação dos acionistas minoritários nos lucros ou no acervo da companhia, ou da economia nacional;

b) promover a liquidação de companhia próspera, ou a transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia, com o fim de obter, para si ou para outrem, vantagem indevida, em prejuízo dos demais acionistas, dos que trabalham na empresa ou dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

c) promover alteração estatutária, emissão de valores mobiliários ou adoção de políticas ou decisões que não tenham por fim interesse da companhia e visem a causar prejuízo a acionistas minoritários, aos que trabalham na empresa ou aos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia;

d) eleger administrador ou fiscal que sabe inapto, moral ou tecnicamente;

e) induzir, ou tentar induzir, administrador ou fiscal a praticar ato ilegal, ou, descumprindo seus deveres definidos nesta Lei e no estatuto, promover, contra o interesse da companhia, sua ratificação pela assembleia geral;

f) contratar com a companhia, diretamente ou através de outrem, ou de sociedade na qual tenha interesse, em condições de favorecimento ou não equitativas;

g) aprovar ou fazer aprovar contas irregulares de administradores, por favorecimento pessoal, ou deixar de apurar denúncia que saiba ou devesse saber procedente, ou que justifique fundada suspeita de irregularidade;

h) subscrever ações, para os fins do disposto no art. 170, com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia”.

Dessa forma, o abuso de poder previsto no art. 117, que pode se dar por meio do exercício do direito de voto, refere-se exclusivamente ao acionista controlador, e a existência de dano é requisito fundamental para a tipificação da conduta.

A enumeração das condutas, no entanto, não pode ser considerada taxativa, tendo em vista que a dinâmica empresarial pode acarretar novas formas negociais em velocidade não acompanhada pelas atualizações legislativas. Caso se considere que o art. 117 esgota as condutas passíveis de punição, estar-se-á criando a possibilidade de abertura de lacunas decorrentes da falta de previsão legal expressa, num desvirtuamento da *mens legis*.

Dessa forma, e revendo lições de tópicos anteriores, pode-se afirmar que o acionista não controlador tem obrigações em relação ao interesse social da empresa, e o abuso do direito de voto está diretamente ligado a uma conduta, qual seja, o mau uso do voto. O controlador, por sua vez, tem obrigação ativa não apenas em relação à sociedade, mas também aos trabalhadores da companhia, aos acionistas minoritários, aos investidores, ao interesse e economia nacional. O conflito entre os interesses do acionista e da companhia, no caso do sócio não controlador, e entre os interesses do acionista majoritário e da companhia, demais sócios e comunidade em geral, no qual prevalece o interesse pessoal do sócio, pode caracterizar abuso de poder.

Por fim, deve-se destacar que o controlador pode não ser o administrador. Caso ele reúna também a função de administração, deverá o controlador cumprir com as obrigações (deveres) e responsabilidades dos administradores das sociedades anônimas (descritas nos arts. 153 ao 160), de acordo com § 3º do art. 117 da Lei das S/A.

2.5 Representação

A matéria de representação dos acionistas residentes ou domiciliados no exterior vem regulada no art. 119 da Lei das S/A. Ali consta que o acionista (controlador ou minoritário) residente ou domiciliado no exterior deverá manter, no Brasil, representante com poderes para receber citação em ações societárias (fundamentadas na Lei das S/A) contra ele promovidas, evitando-se, assim, para essas questões, a utilização da carta rogatória, que, como é cediço, dificulta ou impossibilita a eficácia da jurisdição.

Em caso de não nomeação de representante no Brasil, o exercício de qualquer dos direitos de acionista confere ao próprio acionista, seu mandatário ou representante legal qualidade para receber citação judicial. Dessa forma, toda pessoa que praticar, em nome do acionista no exterior, qualquer ato societário tem qualidade para receber citação judicial expedida em face do acionista. Trata-se do mandato legal, uma vez que é instituído pela lei, outorgando poder para terceiros receberem mandado de citação.

2.6 Conclusão

No decorrer da leitura deste capítulo, o leitor pode ter percebido a quase absoluta falta da análise crítica da legislação por parte do autor. Tratou-se de conduta proposital e consciente, uma vez que o objetivo, em conformidade com a introdução, é informativo e de revisão da legislação pátria e da doutrina.

Para finalizá-lo, contudo, pretende-se, em breves palavras apenas enunciativas de problemas e a título de conclusão, asseverar, senão a impropriedade da legislação, a dificuldade com que o aplicador do direito se deparará ao tentar compatibilizar os interesses privados e públicos na sociedade anônima.

De fato, conforme se descreveu no decorrer do texto, a sociedade anônima deve perseguir um interesse público distinto dos interesses dos sócios. A legislação pátria, constitucional e infraconstitucional, permite e indica essa assertiva. Os arts. 1º, inciso III, 3º, incisos III e IV (promoção do bem-estar de todos, dignidade da pessoa humana, erradicação da pobreza), combinados com o art. 170, principalmente o inciso III (seguridade da

existência digna, conforme os ditames da justiça social, respeitando o princípio da função social da propriedade), todos da CF, além do § 1º, alínea *a*, do art. 117 da Lei das S/A (exercício abusivo do poder do controlador ao orientar a companhia para fim estranho ao objeto social ou lesivo ao interesse nacional), e do art. 154, também da Lei das S/A (impondo ao administrador o dever de exercer as suas atribuições para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa), são expressivos.

Contudo, o mal definido interesse público e o arraigado contratualismo de fato das sociedades anônimas nacionais implicam a dificuldade de que se falou. O Prof. Calixto Salomão Filho (2005), por esse motivo, acaba concluindo que o institucionalismo de princípios e o contratualismo de fato são a razão da nossa disfunção societária.

Para resolver o assunto e permitir que a sociedade atinja o seu fim público, pensamos, como leciona o mesmo professor Calixto Salomão Filho (ob. cit.), ser necessário adotar a teoria organizativa para a sociedade, ou seja, vê-la como organização (e não mais como contrato plurilateral, como ensinou Ascarelli), como coordenação da influência recíproca entre atos, passando no valor da organização, e não mais na coincidência de interesses de uma pluralidade de partes, o identificador do elemento diferencial do contrato social. Assim, é possível reconhecer e internalizar na sociedade interesses outros que não os dos sócios.

Adotando a teoria organizativa, agora sim é possível verificar a incorreção da legislação pátria ao dar mais poder e eficácia (com a execução específica e a autotutela) ao acordo de acionistas, ao permitir um ainda maior poder do grande acionista. No mesmo sentido, ao reconhecer o conflito de interesses apenas material, perdendo a oportunidade de *a priori* deixar que a própria assembleia defina se há ou não conflito, para permitir ou não ao acionista sob exame exercer o direito de voto. Além disso, não há como deixar de criticar a manutenção, em nossa legislação, de ações sem direito de voto ou voto restrito, uma vez que, assegurando o direito político a todos, maior possibilidade existiria para a criação de uma organização capaz de estruturar de forma mais eficiente (em termos distributivos e não alocativos) as relações jurídicas que envolvem a sociedade.

Essa ideia, de valorização e preponderância do interesse público sobre interesses individuais, ou, ao menos, a sua coordenação, há muito foi manifestada por Montesquieu⁷:

“Se eu soubesse de algo que fosse útil a mim, mas prejudicial à minha família, eu o rejeitaria de meu espírito. Se soubesse de algo útil à minha família, mas não à minha pátria, procuraria esquecê-lo. Se soubesse de algo útil à minha pátria, mas prejudicial à Europa, ou então útil à Europa, mas prejudicial ao gênero humano, consideraria isto como um crime”.

É justamente essa ideia que deve iluminar o nosso legislador para que, um dia, possamos comentar artigos da Lei das S/A demonstrando a possibilidade de ampla composição, no seu desenvolvimento, de interesses público e privado.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Ricardo José de. Conflitos entre acionistas majoritários, acionistas minoritários, e administradores profissionais causados por importâncias assimétricas dos direcionadores de valor das empresas. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 1, p. 6-18. jan./mar. 2002.
- ARNOLDI, Paulo Roberto Colombo. **Teoria geral do direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1998.
- ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. Campinas: Bookseller, 2001.
- ASQUINI, Alberto. Profili dell'impresa. Rivista del Diritto Commerciale, 1943, v. 41, I. Trad. de Fábio Konder Comparato. Perfis da empresa. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 35, n. 104, p. 109-126, out./dez. 1996.
- BARBI FILHO, Celso A. **Acordo de acionistas**. Belo Horizonte: Del Rey, 1993.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 8. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

BULGARELLI, Waldirio. **Direito comercial**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

CAMPINHO, Sérgio. **O direito de empresa à luz do novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Estudos de direito societário**. São Paulo: Renovar, 2005.

CARVALHO PINTO, Luiz Felipe. Grupo de sociedades e abuso do acionista controlador. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 108, p. 171, out./dez. 1997.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. *In*: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (Coord.). **Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (arts. 1.052 a 1.195)**. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13.

_____; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. **Controle conjunto, abuso no exercício do voto acionário e alienação indireta de controle empresarial. Direito empresarial, estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 81-103.

_____; SALOMÃO Filho, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

_____. O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 116, p. 13, 1999.

_____. **A afirmação histórica dos direitos humanos**. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **Aspectos modernos do direito societário**. São Paulo: Renovar, 2005.

_____. O PROER e os minoritários. Lei Teresoca dos bancos?. **Revista Monitor Jurídico**, Rio de Janeiro, Conjunto Universitário Cândido Mendes, n. 9, ano 3, 1996, p. 5-8.

FERREIRA, Waldemar. **Tratado de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 1962.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. Conflito de interesse: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 128, p. 225-62, out./dez. 2002.

_____. Acionista controlador: impedimento ao direito de voto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 125, p. 139-72, jan./mar. 2002.

FRONTINI, Paulo Salvador. Sociedade anônima – direito de retirada, recesso de dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 86, p. 71-77, 1992.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Apontamentos de direito comercial**. Curitiba: Juruá, 2002.

GUIDUGLI, João Henrique. **Controle externo contratual**. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luís Bulhões. **A Lei das SA's**. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Conflito de interesses e vedação de voto nas assembleias das sociedades anônimas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 92, p. 107-10, out./dez. 1993.

LOBO, Jorge. Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação de grupos de sociedades. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, n. 664, p. 44.

MACHADO, Rubens Approbato. Sociedade por ações – incorporação, fusão e cisão – direito de retirada. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 82, p. 46-61, abr./jun. 1991.

MAIDA, Silvia Maria do Prado. Acionista controlador: alienação do controle e incorporação de sociedades; responsabilidade nas operações em desacordo com as normas do contrato e da lei. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 37, n. 113, p. 210-21, jan./mar. 1999.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 21. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995.

MARTINS, Pedro A. Batista. Responsabilidade de acionista controlador – considerações doutrinárias e jurisprudencial. **Revista da EMERJ**, Rio de Janeiro, v. 8, n. 29, p. 107-33, 2005.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 6. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1960.

MORAES, Luiza Rangel de. A jurisprudência no tocante aos conflitos de interesse no exercício do voto em sociedades anônimas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo, v. 4, n. 11, p. 281-11, jan./mar. 2001.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Empresa contemporânea e direito societário**. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. Reflexões sobre o direito de recesso na Lei das Sociedades por Ações. *In*: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (1ª parte). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, n. 24, p. 140-56, abr./jun. 2004.

_____. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte). **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 7, n. 25, p. 82-103, jul./set. 2004.

NUNES, Márcio Tadeu Guimarães. O acordo de acionistas – questões controvertidas acerca da nova redação conferida pela lei n. 10.303/01 aos parágrafos 8º e 9º do artigo 118 da Lei das S.A. e aspectos correlatos. **Revista da Associação dos Advogados do Rio de Janeiro – AARJ**, Rio de Janeiro, v. 3, p. 289-325, jan. 2003.

PARAISO, Anna Luiza Prisco. **O direito de retirada na sociedade anônima**. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2000.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. A Lei 7.958/89 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua. **Revista de**

Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, n. 77, p. 29-49, jan./mar. 1990.

PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading: regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1.

_____. **Curso de direito comercial**. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

_____. O controle e a proteção dos acionistas. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, ano XIII, v. 15/16, 1974.

RECART, Rodrigo. Anulação da assembleia geral. Voto de acionista controlador contrário ao interesse da companhia. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 36, n. 108, p. 197-204, out./dez. 1997.

SALOMÃO Filho, Calixto. **O novo direito societário**. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2005.

WALD, Arnoldo. A evolução do regime legal do conselho de administração, os acordos de acionistas e os impedimentos dos conselheiros decorrentes de conflitos de interesses. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 4, n. 11, p. 13-30, jan./mar. 2001.

¹ A legislação societária, no tocante ao direito de recesso, vem sendo objeto de inúmeras alterações. De fato, após a promulgação da LSA, foram feitas várias tentativas de enfraquecê-lo, quer quanto às hipóteses de incidência, quer quanto ao valor de reembolso. A primeira delas se deu por meio da Lei n. 7.958/89, chamada de Lei Lobão, que provocou enorme discussão doutrinária e jurisprudencial, podendo ser analisada em: Rubens Approbato Machado, Sociedade por ações – incorporação, fusão e cisão – direito de retirada, **RDM**, 82/46; Mauro Rodrigues Pentead, A Lei 7.958/89 e a pretensa modificação do direito de retirada dos acionistas: uma discussão inócua, **RDM**, 77/47;

Paulo Salvador Frontini, Sociedade anônima – direito de retirada, recesso de dissidente – Lei Lobão: um precedente judicial, **RDM**, 86/71; Jorge Lobo, Direito de retirada nos casos de fusão, incorporação, cisão e participação de grupos de sociedades, **RT**, 664/44; Alfredo Lamy Filho e José Luís Bulhões Pedreira, **A Lei das SA's**, Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2. p. 344-52. Posteriormente, editou-se a Medida Provisória n. 1.179, em novembro de 1995, que tratava do fortalecimento e da reestruturação do Sistema Financeiro Nacional. Aí o governo tentou novamente excluir o direito de recesso em algumas operações de reorganização societária, uma vez que, em seu art. 3º, previa-se que os acionistas minoritários das instituições pertencentes ao SFN não poderiam exercer o direito de retirada nos casos de incorporação, fusão, cisão e participação em grupos de sociedades, matéria bem analisada por Nelson Eizirik, O PROER e os minoritários. Lei Teresoca dos bancos?. **Revista Monitor Jurídico**. Rio de Janeiro. Conjunto Universitário Cândido Mendes, n. 9, ano 3, 1996, p. 5-8. Finalmente, a Lei n. 9.457/97, alterando os arts. 136 e 137 da LSA, restringiu substancialmente o direito de recesso, também de forma casuística, valendo consultar sobre o assunto os artigos de: Fábio Konder Comparato, O novo direito de retirada do acionista nos casos de fusão e incorporação, **RDM**, 116/13; Francisco Antunes Maciel Müssnich, Reflexões sobre o direito de recesso na mini-reforma da Lei de Sociedade por Ações. In: Lobo, Jorge (coord.), **A reforma da Lei das S/A**. São Paulo: Atlas, 1998. p. 79.

2 “I. Criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; II. alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida.”

3 “IV. Fusão da companhia, ou sua incorporação em outra; V. participação em grupo de sociedades (art. 265).”

4 “IX. Cisão da companhia.”

5 “I – votar nas deliberações da assembleia geral relativas ao laudo de avaliação de bens com que concorrer para a formação do capital social; II – votar nas deliberações da assembleia geral relativas à aprovação de suas contas como administrador”.

6 Sobre o assunto, recomenda-se a leitura de *Controle externo contratual*, de João Henrique Guidugli, referido na bibliografia final.

7 *Apud* COMPARATO, 2005, p. 39.

3 AS COMPANHIAS ABERTAS – SUA CARACTERIZAÇÃO, AS VANTAGENS E AS DESVANTAGENS DA ABERTURA DE CAPITAL

Otavio Yazbek¹

*Professor do programa de educação continuada e especialização em
Direito GVlaw, doutor em Direito Econômico pela Faculdade de Direito
da Universidade de São Paulo, Diretor da Comissão de Valores
Mobiliários – CVM.*

3.1 Introdução

O presente trabalho tem por objeto a identificação das vantagens e desvantagens da abertura do capital, tema que, mais recentemente, voltou ao centro das atenções no Brasil. Como se verá, o atingimento desse fim envolve a compreensão da racionalidade do regime diferenciado que vige para tais companhias. Assim, serão apresentados, inicialmente, o conceito de companhia aberta, o contexto histórico em que ele surgiu e a complexidade que caracteriza essas sociedades. Na sequência, serão discutidas algumas das regras especificamente criadas para as companhias abertas, assim como os principais efeitos da abertura de capital.

Não raro se opta, em análises dessa natureza, por meramente contrapor as companhias abertas e as fechadas, apontando as especificidades estruturais e os procedimentos diferenciados de umas e de outras, conforme estabelecidos em diversos pontos da Lei n. 6.404, de 15-12-1976. Não é essa a linha que aqui se adotará, optando-se muito mais por uma descrição fundada na racionalidade dos dois modelos, que foge às tecnicidades. Assim, a exposição parte da constatação de que a abertura de capital, ainda que aparentemente seja uma decisão acerca das fontes de financiamento da

sociedade, tem efeitos organizacionais significativos, criando padrões diferenciados de relacionamento entre os agentes envolvidos. O regime legal das companhias abertas reflete tais padrões e procura estabelecer determinadas proteções para alguns daqueles agentes.

Essa parece ser, com efeito, a única forma de discutir a matéria. Trata-se de um enfoque coerente também com outro importante ponto que, ao final, se defenderá – longe de se caracterizar como espécie de gênero mais amplo, passível de subsunção a uma sistemática comum (ainda que formalmente isso seja verdade), o regime das companhias abertas remete a um tipo diferenciado, sujeito, pela sua conformação, pelas suas necessidades e pela sua relevância para a coletividade, a regras e procedimentos distintos dos que vigoram para as companhias fechadas. Nas companhias abertas se passa do direito propriamente societário para “*outro subsector normativo do sistema juscomercialista*”, o direito do mercado de capitais (Antunes, 2000, p. 116). Daí por que se impõe uma descrição que vá além da mera distinção formal entre os dois modelos.

Mesmo adotada essa linha, porém, cumpre iniciar por uma definição de companhia aberta, o que se fará inicialmente com base no art. 4º da Lei n. 6.404/76.

3.2 A definição de companhia aberta na Lei n. 6.404/76 e as suas raízes

O referido art. 4º daquele diploma estabeleceu, na sua versão original, que “*a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação em Bolsa ou no mercado de balcão*”. O parágrafo único do mesmo dispositivo, por sua vez, registrava que apenas os valores mobiliários emitidos por “*companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários*” poderiam ser distribuídos em mercado e negociados em bolsa ou balcão.

Ao assim dispor, a Lei n. 6.404/76 mudou o rumo que se vinha adotando até então para a definição de companhia aberta. O tema começara a ser tratado no Brasil, vale frisar, com o art. 59 da Lei n. 4.728, de 14-7-1965, que referia as “*sociedades de capital aberto*”, dizendo que o Conselho

Monetário Nacional definiria as condições para a sua caracterização (o que se fez por intermédio das Resoluções CMN n. 106/68 e 176/71). Tais sociedades diferenciavam-se das “companhias abertas” aparecidas a partir da Lei n. 6.404/76, sobretudo por serem caracterizadas a partir de um critério material, o grau de dispersão dos títulos de sua emissão. A opção do diploma de 1976 foi rigorosamente distinta².

Assim, ao referir no *caput* as companhias abertas como aquelas que têm os valores mobiliários por elas emitidos “*admitidos à negociação*” em mercado, registrando, no § 1º, que apenas poderiam ser assim negociados os títulos de emissão de “*companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários*”, o art. 4º passou a definir tais companhias a partir daquela obrigatoriedade de registro³. A negociabilidade nele consagrada não se confunde com a concreta negociação dos títulos, que é situação de fato. Ainda assim, há autores que interpretam o dispositivo de forma diversa, aproximando-se mais, em suas análises, do conceito que vigorava sob a Lei n. 4.728/65⁴.

O referido art. 4º foi aprimorado, mais recentemente, com a promulgação da Lei n. 10.303/2001, que, atendendo a novas necessidades ou meramente promovendo atualizações, trouxe algumas importantes alterações. Este último diploma não apenas modificou a redação do *caput* do art. 4º e do parágrafo único (agora tornado § 1º), colocando “*mercado de valores mobiliários*” no lugar de “*Bolsa e balcão*” (o que é mudança mais de forma que de conteúdo⁵), como incluiu outros dispositivos, versando: sobre a necessidade do registro das distribuições públicas, além do registro das companhias (§ 2º, que replica o que já constava do art. 19 da Lei n. 6.385, de 7-12-1976)⁶; sobre a possibilidade de outorga de registros diferenciados para as companhias abertas, pela Comissão de Valores Mobiliários (§ 3º), reconhecendo que o mercado pode (e tende a) demandar instrumentos com perfil diferenciado; e sobre a realização de oferta pública para o cancelamento do registro de companhia aberta e algumas questões correlatas (§§ 4º, 5º e 6º e art. 4º-A e parágrafos, incorporando ao diploma matéria que, antes, constava apenas de regulamentação). Como se pode ver, não foi alterada a definição de companhia aberta. Tampouco mudou o peculiar regime que se lhes aplica.

Já a obrigatoriedade de realização de registros, para a companhia e para as distribuições públicas de valores mobiliários, demonstra alguns aspectos daquele regime, assim como a natureza das diferenciações entre companhias abertas e fechadas. Uma análise, ainda que breve, dessa sistemática, intimamente relacionada às finalidades econômicas das companhias abertas e à sua estrutura, demanda, antes de mais nada, a exploração do contexto em que se promulgou a Lei n. 6.404/76.

3.2.1 Política econômica e legislação acionária a partir da década de 1960⁷

A Lei n. 6.404/76 está diretamente relacionada à nova forma de enxergar o processo de desenvolvimento econômico que passou a vigorar no Brasil a partir do golpe militar de 1964. Muda, àquela época, a orientação geral das políticas desenvolvimentistas no País.

De acordo com o novo modelo, contraposto ao ideário estruturalista até então dominante, desenvolvimento econômico estava, em grande parte, relacionado a desenvolvimento financeiro, ou seja, desenvolvimento das estruturas de captação e de alocação de recursos, em um movimento que se convencionou chamar de “*financial deepening*” (Andrezo e Lima, 2002, p. 13). As políticas implantadas a partir de então procuravam, essencialmente, criar, no quadro de relações econômicas então existentes, uma dimensão propriamente financeira, capaz de atender a necessidades econômicas concretas, em especial no que tange a novos meios e instrumentos de financiamento. Vale lembrar que, até então, o financiamento às atividades empresariais encontrava sérias restrições no pouco refinamento do mercado (ao qual se aplicava ainda a Lei da Usura) e nas altas taxas de inflação, restringindo-se, no mais das vezes, ao financiamento bancário, em suas modalidades mais simples.

Foi ante esse quadro e não sem diversas polêmicas que se acabou por promulgar, em 31-12-1964, a Lei n. 4.595, que “*dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências*”, suprimindo um vácuo (hoje quase que incompreensível) ao criar, além do CMN, o Banco Central do Brasil, e ao definir instituição financeira (não de forma inequívoca, frise-se),

delimitando os moldes em que se deveriam desenvolver as atividades financeiras, especialmente as de cunho bancário.

Porém, a criação de um mercado financeiro e de capitais eficiente não podia restringir-se meramente à reorganização (ou organização, seria melhor dizer) do sistema bancário e à criação de seus órgãos de gestão, até porque os bancos comerciais típicos apenas são capazes de prover determinadas modalidades de crédito, usualmente por prazos reduzidos e a custos mais elevados. Cumpria, assim, estimular os investimentos de médio e de longo prazo, com o desenvolvimento do mercado de capitais⁸.

Foi o que se procurou com a promulgação da Lei n. 4.728/65, chamada informalmente de “lei de modernização do mercado de capitais”. O novo diploma, que, como se viu, referia as sociedades de capital aberto, embriões das atuais companhias abertas, fez mais, havendo transformado radicalmente a natureza das práticas bursáteis e de intermediação, ainda sob a competência do Banco Central⁹. Ao lado dessas medidas, foram criados, ainda, incentivos fiscais à abertura de capital, o que trouxe diversas companhias ao mercado já no final da década de 1960¹⁰.

O passo seguinte para o estímulo do mercado de capitais, ante a obsolescência do regime acionário então vigente, contido no Decreto-Lei n. 2.627, de 26-9-1940, era a elaboração de um novo regime para as sociedades que optassem por captar recursos de longo prazo junto ao grande público – um regime não apenas mais moderno, mas que também ajudasse a atrair os potenciais investidores, pela criação de instrumentos adequados e de um regime mais protetivo¹¹.

A despeito da coerência entre essas intenções e o projeto de desenvolvimento que então se implementava, a tramitação do projeto de lei que tratava da matéria (e que veio a se transformar na Lei n. 6.404/76) foi problemática, sendo marcada por longos debates, que não apenas atrasaram a sua promulgação como também se estenderam por muito tempo após tal promulgação, matizando a aplicação do novo diploma¹². Praticamente ao mesmo tempo foi promulgada a Lei n. 6.385/76, que reformulou os mecanismos de regulação de mercado, havendo criado a Comissão de Valores Mobiliários e disposto sobre a sua atuação – se a primeira foi fruto de longas discussões, esta última veio atender a demandas mais imediatas,

ante uma série de problemas ocorridos no mercado brasileiro no início da década de 1970.

Fruto desse ambiente, a lei acionária, ao lado da evidente modernização, apresentou também soluções “de compromisso”, incorporando outras questões, que alteraram aqueles fins originariamente almejados. O que deveria ser um diploma próprio para as companhias abertas tornou-se uma lei aplicável também às fechadas, em um regime que combina dispositivos básicos para as duas com a declaração, a cada ponto, dos regimes excepcionais.

Posteriormente, como já referido, a Lei n. 6.404/76 foi submetida a mudanças que, se não alteraram a definição de companhia aberta, modificaram alguns regimes intimamente relacionados a tais sociedades. Um exemplo reside na Lei n. 9.457/97, que, visando facilitar os processos de privatização, retirou determinados direitos dos acionistas minoritários, em um movimento que, naquele momento, parecia contradizer as tendências mundiais¹³.

A Lei n. 10.303/2001 veio especialmente como reação a tais alterações, incorporando ao regime legal novas regras protetivas dos investidores de mercado. Os novos dispositivos são, assim, responsáveis pela incorporação ao sistema societário brasileiro de uma série de demandas relacionadas aos modernos movimentos de governança corporativa¹⁴. O ideário que se encontra na raiz de tais movimentos servirá, na sequência, para ilustrar a descrição mais detalhada do regime vigente para as companhias abertas. Com efeito, como a seguir se verá, é na multiplicidade de agentes que integram, de forma direta ou indireta, o conjunto de relações daquelas companhias e nas assimetrias informacionais que ganham corpo especialmente em tais sociedades que se encontra a lógica para a sua regulação. O próximo tópico tratará de tais questões.

3.2.2 A complexidade da companhia aberta e os conflitos de interesses

Se, como acima se viu, as companhias abertas são objeto de especial atenção pela sua inequívoca importância no processo de financiamento das atividades empresariais – motivo pelo qual elas estão inexoravelmente ligadas, no Brasil e em outros países, ao ideário desenvolvimentista –, as

razões para a regulação de suas atividades não se esgotam em uma dimensão, por assim dizer, de política econômica. Concretamente, o regime daquelas companhias está ainda diretamente relacionado à sua estrutura complexa, à ampla gama de interesses que convergem sobre a macroempresa.

Para melhor compreensão de tal quadro, deve-se retomar a definição de companhia aberta, agora deixando de lado, deliberadamente, as questões formais e dando especial destaque para as feições econômicas do instituto. Genericamente, financiamento é o processo pelo qual a sociedade é suprida de capital financeiro¹⁵. Para tanto, as empresas podem recorrer a diversas possibilidades, sendo que as sociedades abertas são aquelas que optam: (i) pelo reforço do capital próprio, com a distribuição pública de suas ações (naturalmente, aqui não se está falando das distribuições secundárias, feitas pelos próprios detentores dos títulos, mas sim das emissões feitas diretamente pela companhia), ou (ii) pelo endividamento por intermédio da emissão de debêntures ou de outros títulos de dívida (geralmente *commercial papers*¹⁶), também publicamente distribuídos. No mais das vezes, tais companhias buscam financiamento de mais longo prazo.

A principal distinção entre os títulos de dívida e os títulos de participação reside na natureza do vínculo que em cada modalidade se constitui entre os investidores e a sociedade beneficiária dos recursos. No caso das ações, seus adquirentes financiam a atividade empresarial pela aquisição de uma participação, assumindo também, dessa maneira, os riscos do negócio – o capital assim obtido, de acordo com Libonati (1999, p. 210), será “*capitale de rischio*”. No caso das obrigações (para usar um termo comum em vários países), o aporte se dá sob a forma de relação de crédito, assumindo o investidor a posição de credor da sociedade (tratando-se, então, de “*capitale de credito*”). Essa distinção remete à contraposição, fundamental em muitos debates sobre matéria financeira, entre *equity* e *debt*, de onde nasce a questão da escolha da mais adequada estrutura de capital (*optimal capital structure*)¹⁷.

Além de envolver questões financeiras (e também determinadas “sinalizações” enviadas aos participantes do mercado), tal dicotomia apresenta uma dimensão política. Com efeito, os diferentes prestadores de recursos não raro têm interesses contrapostos, daí advindo conflitos de

interesses e problemas de *agency*¹⁸. Esses problemas estão imbricados em um quadro que se caracteriza pela existência de assimetrias informacionais diversas, ou seja, de discrepâncias na distribuição de informações entre os agentes que, malgrado típicas de arranjos complexos, vulnerabilizam aqueles que dispõem de menos dados, em contraposição aos demais (os *insiders*, como se verá).

Embora fuja aos limites deste trabalho analisar o conteúdo de cada título e o leque de direitos e deveres decorrentes de sua propriedade, pode-se traçar um breve quadro de alguns dos interesses que podem contrapor-se, das mais diversas maneiras, em situações concretas¹⁹. Assim, é possível imaginar quão diferentes são as posições de acionistas controladores e de minoritários; de detentores de ações de diferentes espécies (ordinárias ou preferenciais) e classes; de detentores de ações em circulação no mercado e de detentores de ações não distribuídas; de debenturistas que detenham títulos de séries distintas, com diferentes privilégios e garantias (passíveis ou não de conversão em ações), entre si ou à medida que podem ser afetados por deliberações dos acionistas (ou afetar eles mesmos decisões da companhia²⁰) etc. Ao lado dessas situações podem-se, em um exercício dessa ordem, colocar também os detentores das citadas notas comerciais (instrumentos que, apesar de também incorporarem uma relação de crédito, apresentam perfil distinto do das debêntures e estão relacionados a posições políticas ainda distintas).

Como se pode ver, todos esses agentes são, a rigor, detentores de posições potencialmente conflituosas umas em relação às outras, em diversas combinações possíveis – combinações que têm tido seus efeitos tornados mais transparentes pelo crescimento, nos últimos anos, do peso dos chamados investidores institucionais (fundos de pensão, de investimento, sociedades seguradoras, entre outros), que administram recursos em maiores volumes e de forma profissional e que, ao contrário do que ocorre com os investidores pessoas físicas, procuram intervir nas atividades da sociedade ou sobre elas exercer determinados controles (o que se encontra na raiz dos movimentos de governança corporativa, que adiante se referirá).

Da mesma maneira, se a companhia aberta é, a rigor, macroempresa, de administração profissional e com certo grau de autonomia em relação aos

seus controladores, presume-se que os administradores (diretores e também membros do conselho de administração) tendem a ser também detentores de interesses próprios (e a casuística norte-americana, em especial no que tange às famosas *take-over battles*, comprova o fato) – interesses estes cumulados com a sua posição privilegiada, que lhes facilita a obtenção de informações antecipadamente.

Por fim, também pelo porte das empresas ou pela sua relevância na implementação de determinadas políticas, parcelas da comunidade podem, direta ou indiretamente, ter interesses diversos no deslinde de suas atividades – aqui caberia relacionar não apenas os trabalhadores vinculados à unidade empresarial, como também outros grupos, de perfil bastante distinto –, as instituições bancárias que com elas mantêm algum relacionamento, fornecedores, produtores, comunidades locais ou mesmo o próprio Estado, por exemplo.

Naturalmente, tal esboço vai além da dimensão meramente societária (de maior interesse para o presente trabalho), e, mesmo nessa dimensão, acaba por exagerar alguns aspectos. Ainda assim, ele é útil para demonstrar por que, nos últimos decênios (e na raiz dos movimentos de governança corporativa, como já se referiu), os acionistas propriamente ditos (os *shareholders*) deixaram de ser o único objeto de atenção das sociedades, surgindo uma nova figura, a dos chamados *stakeholders*, aqueles que dispõem de interesses outros, ainda assim válidos perante a sociedade e que, por isso mesmo, tendem a receber, em alguma medida, proteção estatal. Vale destacar que, pela própria natureza de muitos desses agentes, nem sempre a tutela de alguns daqueles interesses é feita por via exclusivamente societária, o que não chega a reduzir a validade da exposição – afinal, no caso de boa parte deles, as proteções são incorporadas em legislação acionária ou de mercado de capitais²¹.

3.3 Mecanismos protetivos e soluções organizacionais nas companhias abertas

As companhias abertas dispõem, em razão daquela estrutura acima esboçada, ou seja, por se apoiarem em mecanismos de captação de recursos

em mercado, de agentes em alguma medida hipossuficientes (uma vez que não se trata de pessoas que participam do dia a dia da companhia e que não têm como monitorar suas atividades de maneira ativa), de alguns mecanismos e procedimentos específicos, que também as diferenciam das companhias fechadas. Tais mecanismos serão brevemente referidos na presente sessão, divididos em dois grandes campos – o das regras que versam sobre prestação e uso de informações, centrais na regulação do mercado de capitais, e o dos procedimentos que excepcionam a dinâmica comum de mercado, como as ofertas públicas.

Antes da descrição de tais instrumentos, vale fazer duas ressalvas. A primeira é a de que, inequivocamente, esses dois campos que se procurará descrever não esgotam as especificidades que a legislação estabelece para as companhias abertas. Naturalmente, todos os dispositivos da Lei n. 6.404/76 que tratam de tais companhias são fundados em necessidades típicas da modalidade e nos fins que se procurava atingir, e todos eles descrevem e caracterizam, também, as companhias abertas. Na presente exposição, optou-se por um corte, com a descrição de dois campos considerados suficientemente relevantes para descrever a racionalidade da legislação e da regulação vigentes²².

A segunda ressalva diz respeito a um outro ponto, há pouco tornado igualmente importante para o reconhecimento do regime das companhias abertas – é a questão da governança corporativa. Como esclarece Blair (1995, p. 3), a despeito de a maior parte das discussões sobre o tema dizer respeito à estrutura e ao funcionamento do Conselho de Administração da companhia e aos direitos e prerrogativas dos acionistas no processo de tomada de decisões, essa é uma visão por demais restritiva. Governança corporativa pode ser compreendida, muito mais adequadamente, como um amplo conjunto de arranjos jurídicos, culturais e institucionais que determina (i) o que as companhias abertas podem fazer, (ii) quem as controla, (iii) como esse controle é exercido e (iv) como os riscos e resultados das atividades das companhias são alocados²³.

O advento da governança corporativa está relacionado ao ganho de importância, em especial nas últimas duas décadas, dos investidores institucionais como principais adquirentes dos títulos negociados no mercado de capitais. Tanto em razão de sua especialização (por se tratar de

investidores profissionais, como já se referiu anteriormente) quanto pelos volumes concentrados em suas mãos, tais agentes atuam de forma distinta daquela tipicamente adotada pelos acionistas individuais, dispersos no mercado, atomizados e geralmente ausentes das grandes discussões negociais e societárias (até porque, vale destacar, incapazes de intervir ou inábeis para tanto) – conforme a imagem consagrada por Milton Berle e Gardiner Means ainda na década de 1920²⁴. Nesse sentido, o advento dos investidores institucionais teria gerado, como destaca Brancato (1997, p. 81 e ss.), uma espécie de “ativismo acionário” (*shareholder activism*), com o aumento da demanda por melhores práticas na organização das companhias e mesmo no desenvolvimento de suas atividades²⁵ – demandas que transcendem em muito a criação de salvaguardas formais.

Dessa maneira, a despeito de, no Brasil, os debates sobre governança corporativa estarem muito ligados a alterações legais (ou seja, à criação daquelas salvaguardas formais), em especial em razão do contexto em que foi discutida e aprovada a Lei n. 10.303/2001, a matéria não diz respeito propriamente ao regime legal das companhias. Assim, uma vez reconhecida a sua importância, pode-se reconhecer também seu caráter incidental nesta sessão e, em uma opção de ordem metodológica, deixá-la de lado neste momento. Cumpre então passar à apresentação daqueles dois elementos distintivos daquelas companhias – os regimes informacionais diferenciados e os mecanismos extramercado de proteção de interesses.

3.3.1 Regras e procedimentos referentes à prestação e uso de informações

Dada a reconhecida importância das companhias abertas no processo econômico contemporâneo, assim como a estrutura de relacionamentos, conflitos de interesses e assimetrias informacionais já brevemente descrita, essas sociedades geralmente têm seu caráter privatístico relativizado, sendo-lhes impostos regimes interventivos em graus distintos – hoje, a regulação de tais atividades, na maior parte dos países, tende a se basear no modelo norte-americano, apoiado no princípio do *full disclosure*. Por esse modelo, não se chega a intervir no mérito das relações negociais e nos procedimentos internos da companhia, estabelecendo-se apenas a

obrigatoriedade de prestação de informações relevantes, aos participantes do mercado, por uma série de mecanismos considerados hábeis²⁶.

Trata-se, como se pode ver, de uma maneira de reduzir as assimetrias informacionais, obrigando aqueles que sejam considerados *insiders* (os administradores e os controladores, em especial) a suprir a opacidade típica de organizações complexas, dando aos investidores – de maneira uniformizada – a possibilidade de, em tempo hábil, reagir às novas informações.

No sistema brasileiro, mecanismos de *disclosure*, em níveis e com finalidades distintas, estão presentes em diversos pontos da legislação e da regulamentação, para administradores ou controladores da companhia. Podem-se apontar, a título de exemplo, as obrigações de comunicação, pelos administradores, de “*fato relevante*”, capaz de afetar a “*decisão dos investidores de comprar ou vender valores mobiliários emitidos pela companhia*” (art. 157, § 4º, da Lei n. 6.404/76), ou de alteração nas suas próprias posições acionárias (art. 157, § 6º, da Lei n. 6.404/76). Tais dispositivos, assim como outros, igualmente relacionados à obrigação de prestar informações e às responsabilidades que daí decorrem, são regulamentados, hoje, pela Instrução CVM n. 358/2002 (alterada pela Instrução CVM n. 369/2002). Também os registros de companhia aberta e de distribuição, já acima referidos e regulamentados, respectivamente, pelas Instruções CVM 202/93 e 400/2003, são, fundamentalmente, atos de conteúdo informacional, em que a autarquia não ingressa, a rigor, em análises de mérito, certificando-se sobretudo da suficiência dos dados informados²⁷. Outro exemplo reside no tratamento que se dá às demonstrações financeiras de companhias abertas, que, ao lado de outras informações, se deve periodicamente enviar à Comissão de Valores Mobiliários e colocar à disposição dos investidores (arts. 13 e 16 da Instrução CVM n. 202/93).

O natural complemento do princípio de *full disclosure* é a vedação ao *insider trading*²⁸, ou seja, ao uso, direto ou indireto, em benefício próprio ou de determinados terceiros, das informações detidas em razão de posição privilegiada (no mais das vezes relacionada, como já se viu, ao exercício de cargo de administração ou à detenção de controle acionário). No Brasil, a matéria é objeto, de forma mais direta, do art. 155, I e § 1º, da Lei n.

6.404/76, no que tange aos administradores, e da já referida Instrução CVM n. 358/2002, com as alterações trazidas pela Instrução CVM n. 369/2002²⁹.

Ao lado da obrigatoriedade de *full disclosure* (onde se podem incluir as regras de registro da companhia e das emissões, como já se viu) e da vedação ao uso de informações privilegiadas, existem outras disposições referentes ao uso de informações, consagradas pela regulamentação. Um exemplo nesse sentido é a regra da obrigatoriedade, para a companhia emissora, o ofertante dos títulos e os intermediários envolvidos, de abster-se de realizar determinadas manifestações relativas à oferta ou às suas condições, inclusive na mídia (incisos I e IV do art. 48 da Instrução CVM n. 400/2003).

Com a instituição desse *quiet period* busca-se, de modo geral, proteger os investidores contra informações desconstruídas ou esforços de venda irregular (inclusive com a criação de privilégios), quando ainda não há informações disponíveis para todos os agentes ou quando existe maior vulnerabilidade a manipulações diversas³⁰, motivo pelo qual também essa regra integra aquele conjunto de mecanismos eminentemente informacionais de tutela do mercado e da integridade de suas estruturas.

3.3.2 Procedimentos excepcionais de mercado – as ofertas públicas

Ao lado das regras e mecanismos eminentemente informacionais acima descritos, que partem do pressuposto de que há agentes que dispõem de mais informação do que outros, procurando, assim, reduzir os efeitos dessa distribuição irregular (e os estímulos por ela gerados aos *insiders*), há um outro tipo de dispositivo que ajuda a diferenciar as companhias abertas das fechadas. Tais mecanismos, que se destinam a assegurar àqueles investidores de mercado, em alguma medida, liquidez aos títulos de que disponham, mesmo em caso de alterações inesperadas nas condições da companhia emissora, são as ofertas públicas.

Assim, por exemplo, em caso de decisão pelo chamado fechamento de capital – o processo pelo qual a sociedade torna-se companhia fechada, cancelando seu registro de companhia aberta e, conseqüentemente, eliminando a liquidez (aqui entendida como negociabilidade) de seus títulos (o que seria um dos pressupostos da sua aquisição pelos investidores), não mais admitidos à negociação –, a sociedade ou seus controladores devem

fazer uma oferta pública para a aquisição “*da totalidade das ações em circulação no mercado*” (art. 4º, §§ 4º e seguintes, e art. 4º-A da Lei n. 6.404/76)³¹.

Tal obrigatoriedade foi trazida à lei acionária apenas com a Lei n. 10.303/2001, sendo, antes, objeto apenas de regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários, que, nos termos do art. 21, § 6º, I, da Lei n. 6.385/76, pode expedir normas que versem sobre, dentre outras matérias, o cancelamento do registro de companhia aberta. Com o tempo, porém, mostrou-se necessária a criação de um suporte legal mais direto para a matéria, capaz de, em situações mais complexas e em face de demandas trazidas por diversas experiências, outorgar aos adquirentes dos títulos a necessária proteção³². É bem verdade que, como apontam diversos autores, a redação dos novos dispositivos apresenta falhas, não raro trazendo mais possibilidades de conflito do que militando pela sua redução (ao tratar do “preço justo” para a oferta, por exemplo, trazendo diversos critérios bastante distintos, passíveis de adoção), em algumas opções falhas do ponto de vista da técnica jurídica³³. Este fato, porém, não retira a importância dos aprimoramentos, por seu conteúdo material.

Outro regime de mesma natureza (ou seja, mais “institucional” do que propriamente “negocial”) consta do art. 254-A, que, visando proteger os acionistas em caso de transferência de controle de companhia aberta, dispõe que a alienação “... *direta ou indireta, do poder de controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto dos demais acionistas da companhia...*”³⁴, assegurando a tais acionistas pelo menos 80% do valor pago pelas ações com direito a voto que integravam o bloco de controle (o chamado *tag along*). Tal dispositivo esteve, desde a sua versão original (o art. 254 da Lei n. 6.404/76, de efeitos mais amplos que o atual dispositivo), envolto em diversas polêmicas.

Por força do citado art. 254, hoje revogado, aquele que quisesse adquirir o bloco de controle deveria fazer uma oferta para a aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários, nas mesmas condições, estabelecendo o número de ações que pretendia adquirir. A alienação, ademais, estaria sujeita à prévia autorização da Comissão de Valores

Mobiliários. Os próprios autores do anteprojeto que veio a se transformar na Lei n. 6.404/76 apontaram, de imediato, o que entendiam ser os efeitos negativos do mecanismo que se criara, destacando que um regime como aquele desestimularia as aberturas de capital ao eliminar a livre disponibilidade das ações detidas pelo empresário, agora sujeita a uma aprovação governamental (Lamy Filho e Pedreira, 1997, p. 289)³⁵. Outra crítica recorrente foi a de que, estando as ações pertencentes ao controlador (ou grupo de controladores) atreladas às dos minoritários, elas tenderiam, também, a perder, em eventuais negociações, a “mais-valia” decorrente do poder de controle.

Da mesma maneira, outros grupos – geralmente ligados aos controladores de companhias – mobilizaram-se, o que culminou com a relativização da regra pela Resolução CMN n. 401/76, de acordo com a qual o *tag along* beneficiaria apenas os detentores de ações com direito a voto. Por fim, com a Lei n. 9.457/97, já anteriormente referida e destinada, em larga medida, a reduzir o custo dos processos de privatização, foi retirado o direito à oferta pública³⁶. A volta do dispositivo, mesmo mitigado, em 2001, foi, em grande parte, fruto da chegada ao país dos debates sobre governança corporativa – um dos principais moventes das alterações então aprovadas.

Ao lado daquelas duas modalidades, a Lei n. 6.404/76 traz uma outra hipótese de oferta pública, não diretamente destinada à proteção do acionariado disperso, sendo muito mais relacionada à criação de uma específica modalidade negocial – a oferta pública para a aquisição, referida no art. 257 da Lei e também regulamentada hoje, como ocorre com as demais modalidades, pela Instrução CVM n. 361/2002. Trata-se de um regime para a aquisição do controle da companhia em mercado, do acionariado nele disperso, mediante a formulação de oferta pública – uma oferta voluntária, caracterizada, no sistema norte-americano, como *take-over bid* e, naquele sistema, tema de diversos debates³⁷.

Como se pode ver, a própria natureza das companhias abertas, a dinâmica dos relacionamentos entre os diversos *stakeholders* e a necessidade de proteção de tais agentes, assim como as especificidades da negociação em mercado, levaram à criação de um regime, para tais sociedades, distinto daquele estabelecido para as companhias fechadas, seja

pela criação de mecanismos informacionais específicos, mais rigorosos, seja pela adoção de determinados arranjos, diferenciados, de proteção ou de realização de operações.

Alguns desses mecanismos serão referidos novamente nos tópicos analisados na próxima sessão, em que serão discutidas algumas das motivações para a abertura de capital.

3.4 A decisão de abertura de capital e seus determinantes

Ante a constatação de que a abertura de capital envolve dimensões não apenas financeiras, mas também políticas, impondo regimes mais restritivos para os administradores e controladores da companhia, cumpre passar à análise das motivações para tal abertura – as vantagens que se procuram. Dentre muitas opções possíveis, no presente trabalho se tomarão como fio condutor as considerações de Bessler e outros (1998, p. 576 e s.)³⁸, que apresentam, como principal mérito, o reconhecimento da complexidade da decisão e da profundidade dos efeitos que dela decorrem.

Tais autores tratam da opção de abertura de capital como uma decisão que parte de opções econômicas e organizacionais, nomeadamente referentes: à busca de financiamento; à necessidade de administrar determinados riscos; à fuga do excessivo controle exercido pelos bancos; à maximização do valor do bloco de controle da companhia; e à adoção de outras formas de resolução de conflitos. Além desses temas, eles trazem à baila duas outras questões que, aqui, serão deixadas de lado – as aberturas de capital como decorrentes de processos de privatização e o capital aberto como forma de quebrar determinados padrões de concentração empresarial³⁹. Estes dois últimos pontos, como se pode ver, dizem muito mais respeito a opções governamentais – e aos estímulos que delas decorrem – do que à decisão empresarial. Daí por que eles serão desconsiderados no presente trabalho. Cumpre, assim, passar aos demais motivadores.

(i) O primeiro deles, já comentado, diz respeito à necessidade de financiamento propriamente dita – a rigor, a imagem mais comumente difundida é a de que os fundadores da empresa não dispõem de fundos suficientes e, por isso, decidem emitir ações ou títulos de endividamento.

No entanto, há diversas outras alternativas para o levantamento de recursos, valendo referir, ao menos, aquelas que, de alguma forma, ajudam a discutir a natureza e os instrumentos das companhias abertas.

Uma dessas alternativas seria o autofinanciamento, que se dá através da retenção de lucros (com o concomitante não pagamento de dividendos) ou da constituição de reservas. É bem verdade que essas práticas tendem a ser, tanto no Brasil como em alguns outros países, desestimuladas pela legislação. Isso porque o pagamento de dividendos é usualmente visto como um dos estímulos aos potenciais investidores e, por consequência, ao desenvolvimento do mercado de capitais⁴⁰. É em parte por esse motivo que a Lei n. 6.404/76 coloca no seu art. 109, entre os direitos essenciais dos acionistas, o de participar dos lucros da sociedade, e estabelece, no art. 202, regras para o pagamento de dividendos obrigatórios. Por esse mesmo motivo, ela estabelece alguns critérios, em seu art. 194, para a criação de reservas pelos estatutos.

Além desse desestímulo que o autofinanciamento representa para novos investidores, afirma-se que a retenção de lucros e a formação de reservas podem ser impeditivas da diversificação de investimentos pelos empresários – havendo distribuição de lucros, tende-se a movimentar o mercado de produtos e serviços. Tal distribuição estimularia também a procura por novas oportunidades de investimento, diversificando-se as carteiras de investimentos dos empresários, o que ajuda a administrar os riscos a que se está sujeito em caso de vinculação a um único negócio (Bessler e outros, 1998, p. 577).

Outra possibilidade seria o recurso a aportes privados de capital. Neste ponto, ao lado das questões de afinidade que estão relacionadas a qualquer forma de associação negocial, há que se considerar, em especial e pela sua importância quando se fala em desenvolvimento do mercado de capitais na atualidade, o papel dos prestadores profissionais de recursos – as atividades de *private equity* e *venture capital*. Pode-se definir *private equity* como a aquisição de participações em empresas privadas, efetuada profissionalmente, visando a posterior alienação, com lucro, uma vez implementadas determinadas modificações na empresa. O *venture capital*, conceito que muitas vezes se confunde com o de *private equity* (não raro os dois são utilizados de forma intercambiável), por sua vez, está, usualmente,

relacionado ao investimento em empresas recém-criadas ou que estão iniciando o desenvolvimento de atividades de ponta⁴¹.

Impõem-se, em uma análise preliminar do tema, duas questões: o que leva um investidor privado a optar por uma companhia fechada ou por uma sociedade limitada, com muito menores controles e mecanismos de responsabilização para administradores e controladores e, provavelmente, com administração menos profissionalizada? Por outro lado, o que levaria um novo empresário a aceitar um sócio que, a despeito de ingressar em uma companhia fechada, deve mostrar-se mais presente e atuante do que o investidor típico das companhias abertas, demandando proteções e garantias diversas?⁴²

A resposta reside no padrão de atuação daqueles sócios capitalistas profissionais que, de modo geral, adquirem os títulos de emissão de uma companhia fechada visando “criar valor”. Assim, a atuação daqueles agentes está atrelada a esforços para a profissionalização de procedimentos e práticas administrativas e negociais e à preparação para uma futura distribuição pública de títulos, ocasião em que será possível alienar, com lucro, aquela participação. Trata-se de atividade profissional, cuja referência se impõe, neste trabalho, não apenas por conta da discussão sobre as alternativas à abertura de capital, mas especialmente pelo seu caráter de procedimento preliminar às aberturas⁴³.

Outra técnica que nem sempre se pode considerar como alternativa, não raro envolvendo, ainda que de maneira incidental, a emissão de títulos, é o *project finance*, um tipo de arranjo destinado, no mais das vezes, ao financiamento de projetos de infraestrutura, que envolvem valores altos e prazos mais longos. Em tais situações o financiador (ou grupo de financiadores) costuma remunerar-se com parte da receita gerada pelo projeto implantado, o que envolve a criação de mecanismos que permitam a separação entre os riscos do negócio e os seus frutos (que ficam com o financiador). Operações de *project finance* envolvem diversas análises preliminares e a adoção de estruturas contratuais complexas, definidas caso a caso, não raro se recorrendo a instrumentos bastante distintos, como a constituição de garantias, de sociedades de propósito específico, emissão de títulos de dívida, mecanismos de securitização de recebíveis, contratação de seguros etc.⁴⁴.

Por fim, além dessas possibilidades (e de outras formas de crédito que se podem obter no desenvolvimento de atividades cotidianas, como já se referiu em outro ponto), há o já referido financiamento bancário. A maior parte dos países que tentou desenvolver seus mercados de capitais buscava, em alguma medida, reduzir o peso das instituições bancárias no processo de formação de capital. No mais das vezes, tal opção está diretamente relacionada ao reconhecimento de que os recursos obtidos por tais meios, pela sua própria natureza, tendem a ser de curto prazo e mais custosos do que aqueles provenientes de outras fontes. Da mesma maneira, a onipresença dos bancos nos processos de financiamento empresarial é comumente associada a movimentos concentracionistas, com o direcionamento de processos decisórios para aquelas instituições.

Ante todas essas possibilidades de investimento⁴⁵, o que levaria uma empresa a abrir seu capital? Na verdade, a decisão tende a ser complexificada não apenas por essas múltiplas possibilidades, mas também por outras questões.

(ii) Um outro ponto que se pode destacar é o da possibilidade de administração de determinados riscos, permitida pela abertura de capital. Trata-se, fundamentalmente, do interesse, pelos donos da empresa, de diversificação do seu perfil de risco⁴⁶ e de obtenção de liquidez para as suas participações. Mesmo a opção pela aquisição de títulos em mercado, pelos investidores, também não deixa de estar relacionada a considerações dessa ordem, uma vez que aqueles títulos são negociáveis, podendo-se aliená-los em caso de necessidade.

Assim, por intermédio do mercado acionário os empresários (aqui entendidos como os sócios fundadores da companhia) podem reduzir alguns dos riscos por eles assumidos quando do início do empreendimento, repartindo-os com terceiros. Esses terceiros, ao adquirir as ações da companhia, assumem não apenas uma parcela daqueles riscos, mas também determinados direitos sobre o patrimônio social e sobre os rendimentos gerados pelas atividades.

(iii) Outra motivação, já brevemente referida acima, pode ser a intenção do empresário de fugir ao controle, ainda que indireto, exercido pelos bancos, buscando não apenas uma estrutura financeira mais flexível para a empresa, mas também maior liberdade para a tomada de decisões negociais,

sem as excessivas constrições que podem surgir em decorrência de relações tipicamente bancárias (Bessler e outros, 1998, p. 580 e s.).

Muito das modernas discussões sobre governança, especialmente ao se adotar uma perspectiva comparatística, diz respeito a essa relação entre os bancos e a administração das empresas ou as estruturas de administração. Não raro, o que se faz é contrapor os padrões de financiamento ditos *market-oriented* àqueles *bank-oriented*, sendo que o modelo fundamental daqueles primeiros seria o mercado acionário norte-americano, enquanto os modelos dos segundos seriam os mercados alemão e japonês (com algumas significativas diferenças entre os dois)⁴⁷. Cumpre, aqui, apenas apresentar uma distinção – não raro as análises sobre os modelos em que a atividade bancária exerce maior influência estão diretamente relacionadas ao fato de que, em tais casos, os grupos financeiros costumam deter participações acionárias e, por isso mesmo, acabam por afetar as estruturas de administração das empresas e a sua conformação.

Nesse sentido, as demandas por melhor governança surgem de forma distinta e geram resultados também distintos, por exemplo, nos *EUA* e na Alemanha – os *stakeholders* que demandavam alguma tutela eram, nos dois casos, bastante diferentes, por sua natureza e por suas intenções. Uma outra dimensão dos sistemas *bank-oriented*, porém, é a das especificidades do crédito bancário e da posição dos bancos como originadores de tais créditos, e, por isso mesmo, partes interessadas na gestão da companhia. Este último caso se mostra de maior relevância para a presente descrição⁴⁸.

(iv) Outro motivo para a abertura de capital diz respeito à maximização do valor do bloco de controle da companhia. É sabido que o conjunto de ações que outorga o poder de controle ao seu titular tem valor distinto daquele dos demais títulos dispersos no mercado. Se a emissora dos títulos é companhia aberta, presumivelmente há um aumento de tal valor, por se tratar de empresa com mecanismos profissionalizados de gestão e sujeita a um regime mais transparente.

Como já se viu acima, a situação do bloco de controle em tais companhias encontra-se no cerne de uma das discussões recorrentes em matéria de legislação acionária no Brasil, em grande parte relacionada ao debate em torno do art. 254 da Lei n. 6.404/76. Apesar de tais

polêmicas, porém, não há como deixar de considerar os efeitos da situação da companhia sobre o valor do bloco de controle.

(v) Além disso, a abertura de capital pode ser uma forma de resolver ou evitar problemas entre os fundadores da empresa e os prestadores de recursos, na medida em que se podem romper relações conflituosas e em que se passa a recorrer, em especial, aos investidores anônimos, em uma relação que se torna, por assim dizer, mais “despessoalizada”. Mesmo os modernos critérios de governança corporativa não afastam tal realidade.

Por outro lado, e militando no mesmo sentido, deve-se considerar aquela estrutura mais técnica de administração e a adoção de regras mais específicas para a solução de conflitos – há, nas companhias abertas, uma racionalização de procedimentos que por si só atende a tais demandas. Assim, por exemplo, a mera obrigatoriedade de existência de Conselho de Administração em tais companhias (art. 138, § 2º, da Lei n. 6.404/76) milita, já, nesse sentido, ao permitir a criação de uma instância em que se combinam uma dimensão política (afinal, trata-se, ainda, de órgão de representação dos acionistas) e uma dimensão técnica (por serem os conselheiros também caracterizados como administradores e sujeitos às obrigações a estes aplicáveis).

O Conselho de Administração se apresenta, assim, ao menos estruturalmente, como um órgão que se coloca entre as demandas quase que exclusivamente políticas (cujo *locus* é, por definição, a assembleia geral) e a administração profissional da companhia (a diretoria), capaz, nesse sentido, de permitir a mediação entre as distintas instâncias. Naturalmente, as funções do Conselho de Administração não se restringem a tal mediação e, não raro, ele se mostra como o centro de novos conflitos, mas a sua mera existência, porém, tem como efeito a constituição daquela relação mediada.

3.5 Conclusões

O presente trabalho parte da consideração de que as companhias abertas são bastante distintas das fechadas não apenas desde um ponto de vista formal, mas também materialmente, em razão da natureza das relações que nelas se estabelecem, entre os diversos detentores de interesses, por vezes

contrapostos. São essas diferenças que acabam, em boa parte, por determinar algumas das questões formais acima discutidas.

Assim, nas companhias abertas, controladores e administradores não apenas abrem mão de boa parte da maior liberdade de que dispõem nas fechadas como ficam, eles e a companhia de modo geral, sujeitos a alguns regimes institucionais diferenciados, em especial no que tange (i) ao regime de utilização de informações consideradas importantes para os demais participantes do mercado (regime que se corporifica nas obrigações de *full disclosure* e na vedação ao *insider trading*); e (ii) às regras de oferta pública, destinadas a proteger os investidores em situações que possam afetar a liquidez dos títulos (deliberação de fechamento de capital ou alienação do poder de controle) ou aplicáveis por força da dinâmica do mercado e das operações que nele se podem realizar (no caso das ofertas de aquisição de controle).

Por outro lado, verificou-se que a opção pela abertura de capital engloba não apenas o reconhecimento da aplicabilidade daqueles regimes, mas também uma série de decisões estratégicas, referentes: às demais alternativas de financiamento existentes a cada caso; à administração de certos riscos, a partir da sua repartição com terceiros e “securitização”; a uma melhor administração da relação com as instituições bancárias (que passam a exercer menor influência sobre as decisões negociais); aos efeitos da decisão de abertura sobre o valor do bloco de controle e sobre a sua negociabilidade; e sobre os arranjos organizacionais e os instrumentos que, nas companhias abertas, permitem administrar conflitos de maneira distinta (sob estruturas burocráticas próprias).

Pelo próprio escopo do trabalho, foi dedicada atenção apenas às questões que, mesmo nascidas de uma dimensão puramente econômico-financeira, geram efeitos políticos, interesses a serem tutelados. Outro importante elemento caracterizador das companhias abertas, porém, está relacionado à sua íntima relação com os movimentos do mercado e com as reações dos investidores, refletidas em movimento de compra ou venda que, por sua vez, refletem nas cotações dos títulos emitidos. Tal questão, diretamente ligada ao fenômeno que se convencionou chamar de *short-termism*, de acionistas, administradores e agentes que atuam profissionalmente no mercado de capitais⁴⁹, pode ser considerado tão

importante quanto os demais pontos tratados até este momento – as companhias abertas existem em um meio ambiente próprio e são sujeitas às especificidades deste.

A opção por abrir o capital é, assim, decisão complexa, que não envolve vantagens e desvantagens, colocadas em colunas e contrapostas umas às outras, mas sim opções estratégicas e algumas significativas alterações na forma de desenvolvimento das atividades empresariais. Esta seria a primeira conclusão deste artigo.

A segunda conclusão, mais teórica, poderia ser formulada de maneira simplista com o reconhecimento de que, nas companhias abertas, de fato se migra de um padrão de relações contratuais para um padrão de relações institucionais. Uma consideração dessa ordem seria, porém, apenas meio caminho andado. As companhias abertas são mais institucionalizadas, especialmente, em face daquele peculiar meio ambiente em que elas vivem – o mercado de capitais e suas estruturas e dinâmica próprias –, e a compreensão de tal regime se mostra essencial para a compreensão do instituto, em toda a sua extensão.

Fica assim, uma vez mais, reforçado que, na prática, falar em direito societário quando da análise daquelas companhias pode ser por demais limitador, solução formalista apenas. Também não é suficiente (embora já seja um avanço) falar da famosa migração para o campo, mais amplo, do chamado direito empresarial e para as necessárias interações entre o campo jurídico e outros campos. As companhias abertas habitam o universo do mercado de capitais, e a racionalidade do regime que se lhes aplica é, em larga medida, fruto de uma combinação entre o regime societário e a disciplina daquele mercado – mutável e marcada por permanentes movimentos de inovação⁵⁰.

REFERÊNCIAS

AFTERMAN, Alan B. **SEC Regulation of Public Companies**. New Jersey: Prentice Hall, 1995.

ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais**. São Paulo: Thomson Learning, 2002.

ANTUNES, José Engrácia. **Direito das sociedades comerciais – perspectivas do seu ensino**. Coimbra: Almedina, 2000.

AOKI, Masahiko. **Toward a comparative institutional analysis**. Cambridge (Mass.): The MIT Press, 2001.

ARGENZIANO, Riccardo. **Il finanziamento delle imprese industriali**. Milano: Dott. A. Giuffrè, 1963.

ARROW, Kenneth J. Insurance, risk, and resource allocation. *In: Collected Papers of Kenneth J. Arrow*, Vol. 4: **The Economics of Information**. Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1984. p. 77-86.

BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. **Os mercados de capitais do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundação Getulio Vargas, 1971.

BANNOCK, Graham; BAXTER, Ron; DAVIES, Evan. **Dictionary of economics**. New Jersey: Bloomberg Press, 2003.

BARNEA, Amir; HAUGEN, Robert A.; SENBET, Lemma W. **Agency problems and financial contracting**. New Jersey: Prentice Hall, 1985.

BERNSTEIN, Peter L. **Capital ideas: the improbable origins of Wall Street**. New York: The Free Press, 1992.

BESSLER, Wolfgang; KAEN, Fred R.; SHERMAN, Heidemarie C. Going public: a corporate governance perspective. *In: HOPT, Klaus J. et al. Comparative corporate governance – the State of the art and emerging research*. Oxford: Clarendon Press, 1998. p. 569-605.

BLAIR, Margaret M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995.

BORBA, José Edvaldo Tavares. **Direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BRANCATO, Carolyn Kay. **Institutional investors and corporate governance: best practices for increasing corporate value**. Chicago: Irwin Professional Publishing, 1997.

BULHÕES, Octávio Gouvêa de. O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico. *In: Mercado de capitais e desenvolvimento*

econômico. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977. p. 449-457.

BUXBAUM, Richard M. Comparative Aspects of institutional investment and corporate governance. *In*: BAUMS, Theodor *et al.* **Institutional investors and corporate governance**. Berlin: Walter de Gruyter, 1994. p. 3-21.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Características das ações, cancelamento de registro e “tag along”. *In*: LOBO, Jorge. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31/10/2001**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 61-105.

_____. Análise do Caso Sadia x Perdigão: uma tentativa de “take over”. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de *et al.* **Sociedade anônima**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 221-245.

_____. Introdução ao *project finance*. *In*: **Estudos de direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 137-152.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de. Abertura e fechamento de capital. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de *et al.* **Sociedade anônima**. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 427-478.

CHARLTON, Lord Wedderburn of. The legal development of corporate responsibility: for whom will corporate managers be trustees? *In*: HOPT, Klaus J. *et al.* **Corporate governance and directors’ liabilities: legal, economic and sociological analyses on corporate social responsibility**. Berlin: Walter de Gruyter, 1985. p. 3-54.

COMPARATO, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

COSTA, Philomeno J. da. **Anotações às companhias**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

EIZIRIK, Nelson. Emissão pública de valores mobiliários. *In*: **Aspectos modernos do direito societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 3-25.

GARRIGUES, Joaquin. Nuevos hechos, nuevo derecho de la sociedad anónima. *In: Hacia un nuevo derecho mercantil (escritos, lecciones y conferencias)*. Madrid: Editorial Tecnos, 1971. p. 17-96.

GERKE, Wolfgang. Market failure in venture capital markets for new medium and small enterprises. *In: HOPT, Klaus J. et al. Comparative corporate governance – the state of the art and emerging research*. Oxford: Clarendon Press, 1998. p. 607-635.

GLEN, Jack; PINTO, Brian. **Debt or equity? How firms in developing countries choose. Discussion Paper Number 22**. Washington, DC: International Finance Corporation, 1994.

HIRSCHMAN, Albert. **Saída, voz e lealdade**. São Paulo: Editora Perspectiva, 1973.

KAPLAN, Steven N. Corporate governance and corporate performance: a comparison of Germany, Japan and the U.S. *In: CHEW, Donald H. Studies in international corporate finance and governance systems – a comparison of the U.S., Japan, and Europe*. New York: Oxford University Press, 1997. p. 251-258.

KUBLER, Friedrich. Institutional investors and corporate governance: a German perspective. *In: BAUMS, Theodor et al. Institutional investors and corporate governance*. Berlin: Walter de Gruyter, 1994. p. 565-579.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **A Lei das S.A.; Volume I: Pressupostos, elaboração, modificações**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Do direito do acionista ao dividendo**. Dissertação para Concurso à Livre-Docência da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo: *mimeo*, 1969.

_____. **Mercado de capitais e insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LIBONATI, Bernardino. **Titoli di credito e strumenti finanziari**. Milano: Giuffrè Editore, 1999.

MELO, Marcus André B. C. de. Ingovernabilidade: desagregando o argumento. *In: VALLADARES, Licia et al. Governabilidade e pobreza no Brasil*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1995. p. 23-48.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *In: POSNER, Richard A. et al. Economics of corporation law and securities regulation.* Boston: Little, Brown and Company, 1980. p. 237-245.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. *In: MOSQUERA, Roberto Quiroga. Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais.* São Paulo: Dialética, 1999. p. 257-271.

MYERS, Stewart C. The search for optimal capital structure. *In: STERN, Joel M. et al. The revolution in corporate finance.* Oxford: Blackwell Publishers, 1998. p. 111-119.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e demonstrações financeiras da companhia (conceitos fundamentais).** Rio de Janeiro: Editora Forense, 1989.

PEREIRA, Guilherme Döring Cunha. **Alienação do poder de controle acionário.** São Paulo: Saraiva, 1995.

PINTO, Arthur R.; VISENTINI, Gustavo. Editor's Preface. *In: PINTO, Arthur R. et al. The legal basis of corporate governance in publicly held corporations – a comparative approach.* London: Kluwer Law International, 1998. p. IX-XV.

PIRAS, Antonio. L'Organizzazione dei controlli interni ed esterni. *In: ABBADESSA, Pietro et al. Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti.* Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1993. p. 305-337.

PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A. – tag along.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Insider trading – regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais.** São Paulo: Quartier Latin, 2005.

SADDI, Jairo. Conflitos de interesse no mercado de capitais. *In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de et al. Sociedade anônima.* São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 339-360.

SERRA, Antonio. Il regime speciale delle società quotate. Le società quotate fra disciplina societaria e disciplina del mercato. *In: ABBADESSA,*

Pietro *et al.* **Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti.** Milano: Dott. A. Giuffrè Editore, 1993. p. 571-593.

SCHMIDT, Hartmudt. Disclosure, insider information and capital market functions. *In: HOPT, Klaus J. et al. Corporate governance and directors' liabilities: legal, economic and sociological analyses on corporate social responsibility.* Berlin: Walter de Gruyter, 1985. p. 338-353.

SILVA, Francisco da Costa e. As ações preferenciais na Lei n. 10.303, de 31.10.2001: proporcionalidade com as ações ordinárias; vantagens e preferências. *In: LOBO, Jorge. Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31/10/2001.* Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 117-140.

SIQUEIRA, Carlos Augusto Junqueira de. **Transferência do controle acionário: interpretação e valor.** Niterói: FMF Editora, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro.** São Paulo: José Bushatsky Editor, 1979. v. 1.

TRINDADE, Marcelo F. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. *In: SADDI, Jairo. Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos.* São Paulo: IOB, 2002. p. 295-329.

YAZBEK, Otavio. Política econômica, legislação societária e aplicação do direito da concorrência no Brasil. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, volume 117, p. 136-149, jan./mar. 2000 (2000a).

_____. Privatizações e relação entre interesses públicos primários e secundários – as alterações na legislação societária brasileira. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, volume 120, p. 100-110, out./dez. 2000 (2000b).

_____. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 34, p. 198-218, out./dez. 2006.

_____. **Regulação do mercado financeiro de capitais.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

1 As interpretações e análises constantes do presente artigo são de responsabilidade do autor, não representando a posição de nenhuma instituição a que ele esteja vinculado.

2 Para referências ao regime anterior e às dificuldades na migração para o novo modelo, cf. as considerações de Carvalhosa (1997, p. 29 e s.), Borba (2004, p. 145 e s.) e Teixeira e Guerreiro (1979, p. 110 e s.).

3 Que, ainda hoje, é regulamentado pela Instrução CVM n. 202/93, objeto de diversos projetos de mudança e de seguidas discussões nos últimos anos.

4 Como defende Modesto Carvalhosa, ao asseverar que “*A lei estabelece que a partir da negociação no mercado de quaisquer valores mobiliários de sua emissão será a companhia considerada aberta*”, destacando, pouco depois, que “*Consequentemente, não há qualquer necessidade de prévio ou mesmo posterior reconhecimento formal dessa condição. Verificando-se qualquer negociação com valores mobiliários de sua emissão, por meio das instituições integrantes do mercado de Bolsa ou de balcão, estará ela incluída na categoria de companhia aberta...*” (Carvalhosa, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1, p. 37). Tal posição é partilhada por Teixeira e Guerreiro (1979, p. 111). Em sentido distinto, cf., em especial, Borba (2004, p. 147), Costa (1980, p. 124) e Trindade (2002, p. 305). É interessante destacar que a maior parte dos autores passa pelo tema sem dedicar maior atenção a essa diferenciação entre um conceito material e um conceito formal de companhia aberta, malgrado ela seja não apenas polêmica, como se pode ver do trecho acima transcrito, como também essencial para a adequada caracterização das companhias abertas.

5 Ainda que, em especial hoje, ajude a fugir de algumas zonas cinzentas existentes nas caracterizações de mercado de bolsa e de mercado de balcão, como se pode ver em Yazbek (2006).

6 O registro das distribuições é, hoje, regulamentado pela Instrução CVM n. 400/2003, que unificou diversos regimes, antes dispersos em outros normativos.

7 A descrição que se segue é, em larga medida, baseada em Yazbek (2007, p. 259 e s.)

8 Cf., por exemplo, para a distinção entre mercado bancário (ou mercado financeiro em sentido estrito) e mercado de capitais, Mosquera (1999, p. 259).

9 Para a gênese do diploma, assim como para as discussões a ele concernentes, cf. Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 123) e Trindade (2002, p. 302). Para os problemas de caracterização das atividades de bolsa e de mercado de balcão, cf. as considerações de Yazbek (2006).

10 Esse movimento é bem descrito por Silva (2002, p. 119).

[11](#) Para algumas das sugestões aventadas para a reforma do regime acionário então vigente, tendo em vista a obsolescência das regras em vigor e a necessidade de estímulo ao mercado de capitais, cf. Banco Interamericano de Desenvolvimento (1971, p. 191 e s.).

[12](#) Para uma descrição mais detalhada dos debates que acompanharam a promulgação da nova legislação acionária, cf. Lamy Filho e Pedreira (1997, p. 128 e s.) e Costa (1980, p. 14). Para a crítica aos resultados, que teriam acabado por refletir a “*involução do sistema político*” então vigente, cf. Carvalhosa (1997, p. XLVII).

[13](#) Para a crítica às inovações da Lei n. 9.457/97, cf., dentre outros, Yazbek (2000b).

[14](#) Cf., quanto ao ideário e aos debates que envolveram a promulgação desses novos diplomas, Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 1 e s.) e Silva (2002, p. 120 e s.).

[15](#) O presente parágrafo e os seguintes se baseiam na descrição de Pedreira (1989, p. 385 e s.).

[16](#) Os *commercial papers*, referidos na Lei n. 6.385/76 como “notas comerciais” ou, em outros instrumentos, como “notas promissórias”, foram criados pela Resolução CMN n. 1.723/90, regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários, e apenas com a Lei n. 10.303/2001, incluídos na relação constante do art. 2º da Lei n. 6.385/76 (inciso VI).

[17](#) Uma vez que alguns autores apontam a irrelevância da proporção entre endividamento e capital próprio, enquanto para outros ela apresenta efeitos diversos, inclusive se refletindo nas perspectivas de captação de recursos da companhia. A primeira linha é defendida por Modigliani e Miller (1980), por exemplo, que em 1958 publicaram um *paper* em que se sustentava que a relação entre *equity* e *debt* não teria maior relevância. As polêmicas que antecederam e que sucederam o trabalho dos dois autores são relatadas por Bernstein (1992, p. 149 e s.). Cf., ainda, as referências trazidas por Myers (1998, p. 111 e s.). Para uma análise das opções de empresas em países emergentes em matéria de estrutura de capital, cf. Glen e Pinto (1994).

[18](#) Em linhas gerais, problemas de *agency* tendem a surgir sempre que, em razão de qualquer forma de delegação de poderes para que alguém atue em nome ou em benefício de terceiros (ou seja, como *agent*), o detentor de tais poderes passe a dispor de uma posição privilegiada. Essa posição pode levar a um aumento dos conflitos de interesses entre o *agent* e seus constituintes, uma vez que estes acabam por se tornar, em certa medida, hipossuficientes. É o que ocorre, por exemplo, com os administradores das companhias ou mesmo com seus controladores em relação aos demais acionistas. Situações dessa natureza são analisadas mais detalhadamente por Barnea, Haugen e Senbet (1985, especialmente p. 41 e s.).

[19](#) Um exercício nesta linha, ainda que de escopo mais limitado do que o esboço ora apresentado, contrapondo acionistas e administradores e acionistas de diversas classes, entre si, é apresentado por Garrigues (1971, p. 57 e s.).

[20](#) E, para demonstrar essa posição dos debenturistas, basta remeter à análise de Fábio Konder Comparato, que aponta, no endividamento por meio da emissão de tais títulos, uma das hipóteses clássicas de possível constituição de controle externo. Nesse sentido, “*tratando-se de crédito privilegiado e geralmente de montante elevado, o empréstimo*

debenturístico pode tornar a companhia emitente subordinada à influência dominante da massa de debenturistas, notadamente quando precária a situação financeira da devedora” (Comparato, Fábio Konder. **O poder de controle na sociedade anônima**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977. p. 65). No contexto deste artigo a exposição acaba por remeter também à constituição de uma posição efetivamente política para os debenturistas, como aqui se quer demonstrar.

21 Para uma descrição desse movimento de complexificação e de seu progressivo reconhecimento, cf. Charlton (1985). Para a descrição de alguns dos principais *stakeholders*, em uma dimensão mais societária e com base nas teorias econômicas originadas a partir de Ronald Coase, cf. Saddi (2007, p. 347 e s.). Vale remeter, também, ao esquema apresentado por Blair (1995, p. 47).

22 Serra (1993, p. 575), em sua análise sobre as diferenças entre o regime tipicamente societário e as regras específicas aplicáveis às companhias abertas, opta, também, por referir esses dois pontos como caracterizadores da disciplina destas últimas.

23 Nas palavras da autora, ainda na introdução de seu trabalho, “*The phrase corporate governance is often applied narrowly to questions about the structure and functioning of boards of directors or the rights and prerogatives of shareholders in boardroom decisionmaking. In this book, I adopt a much broader view of corporate governance, one that refers to the whole set of legal, cultural, and institutional arrangements that determine what publicly traded corporations can do, who controls them, how that control is exercised, and how the risks and returns from the activities they undertake are allocated*” (Blair, Margaret M. **Ownership and control: rethinking corporate governance for the twenty-first century**. Washington, DC: The Brookings Institution, 1995. p. 3). O próprio uso do termo “governança”, a bem da verdade, já sinaliza tal orientação. No debate contemporâneo em torno dos mecanismos de implementação de políticas públicas e das formas de atuação estatal, tal termo vem, não raro, contraposto a “governabilidade”, categoria sociológica típica dos debates da década de 1970, que diz respeito muito mais “*às condições do exercício da autoridade política*”, estando focado sobretudo no Estado e nos instrumentos estatais de criação e implementação de políticas (Melo, 1995, p. 30). Nesse sentido, “governança” passa a remeter a requisitos de bom governo, trazendo um conjunto mais amplo de interações do que anteriormente se vislumbrava. Para referências ao contexto de surgimento dos debates sobre governança corporativa, cf. Yazbek (2000b, p. 106), e, em uma análise mais aprofundada, Brancato (1997, p. 81 e s.).

24 Para uma discussão sobre alguns dos efeitos do trabalho precursor de Berle e Means, em especial no que tange ao reconhecimento da ascensão do controle gerencial nas grandes companhias (fruto quase que necessário do absentismo dos acionistas), assim como sobre os efeitos de tal visão para os debates que se seguiram, acerca da responsabilidade dos administradores, do reconhecimento dos *stakeholders* e da temática da governança corporativa de um modo geral, cf. Charlton (1985, p. 7 e s.). A referência clássica no Brasil para tratar do controle gerencial é Comparato (1977, especialmente p. 49 e s.).

25 Para usar, de forma adaptada, a imagem de Hirschman (1973, em especial p. 16 e s.), originariamente aplicada à análise de movimentos de defesa do consumidor, aqueles

investidores institucionais deixaram de utilizar a sua “opção de saída” (até porque, movimentando volumes mais elevados, tal opção não se mostrava nem mesmo plenamente factível, não sendo o mecanismo de mercado, assim, hábil para permitir a proteção de seus interesses), passando a recorrer a uma “opção de voz”, com a formulação de suas demandas e a adoção de uma postura militante, reforçada pelo seu peso no mercado.

[26](#) Para uma descrição de tal princípio, cf. Afterman (1995, p. 7 e s.), que fala da contraposição entre *disclosure* e *merit regulation*, e Eizirik (1992, p. 6 e s.).

[27](#) E tal constatação fica reforçada quando se consideram as hipóteses de dispensa de registro, tanto da companhia quanto de emissões, constantes da Instrução CVM n. 155/91, do art. 4º da Instrução CVM n. 400/2003 e da Instrução CVM n. 429/2006. Ao lado de hipóteses mais específicas ali referidas, o que se pode ver é que, de regra, o registro é dispensado nos casos em que se presume que os destinatários dos títulos a serem emitidos, seja pelo seu maior refinamento como investidores, seja pela existência de outros instrumentos de monitoramento das condições do emissor, não precisam de tal proteção.

[28](#) A relação entre um e outro é apontada por Schmidt (1985, p. 338), que assevera que existem tantos tipos de *disclosure* quantos tipos de *insiders* existirem.

[29](#) A principal referência sobre o tema, no País, ainda reside em Leães (1982). Para uma análise mais recente, também de cunho monográfico, cf. Proença (2005).

[30](#) Para uma descrição sucinta do regime do *quiet period* nos EUA, cf. Afterman (1995, p. 21 e s.).

[31](#) Tais dispositivos foram regulamentados detalhadamente pela Instrução CVM n. 361/2002, que também trata das demais modalidades de oferta pública previstas na lei ou meramente facultadas pelo regime nela estabelecido. Vale destacar que tal normativo prevê, além da oferta para a aquisição de títulos acionários, um regime específico para os títulos de dívida (art. 17).

[32](#) E vale, para a evolução do regime e as necessidades que se procurou suprir, remeter a Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 42 e s.) e a Cantidiano (2002, p. 75 e s.).

[33](#) Apontam-se aqui, em especial, as críticas de Borba (2004, p. 148 e s.) e de Carvalhosa e Eizirik (2002, p. 50 e s.).

[34](#) Para a caracterização de várias modalidades, diretas e indiretas, de transferência de controle, vale remeter ao interessante trabalho de Siqueira (2004). Deve-se remeter, aqui, a dois trabalhos que trataram da matéria no País: o primeiro deles é o de Pereira (1995), que ainda analisa a redação original do art. 254, em um esforço que vai além da análise do mecanismo de ofertas públicas propriamente ditas; o segundo é o de Prado (2005).

[35](#) Crítica semelhante foi formulada por Octávio Gouvêa de Bulhões, que asseverou que “*para corrigir-se um erro não se deve cometer outro maior. Trata-se de proteger um direito e não de aniquilar o direito de propriedade*” (Bulhões, Octávio Gouvêa de. O mercado de capitais e o desenvolvimento econômico. In: **Mercado de capitais e desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, 1977. p. 456).

[36](#) Para tais movimentos e para uma discussão, em especial, do contexto em que foi promulgada a Lei n. 9.457/97 e de seus efeitos em um mercado em que cada vez mais

passava a valer a proteção aos acionistas de mercado, cf. Yazbek (2000b, p. 104 e s.).

[37](#) No Brasil, até em face da reduzida dispersão das ações das companhias abertas e do fato de que, até recentemente, quase que unicamente se negociavam, no mercado de valores mobiliários, ações preferenciais sem direito a voto, a casuística é quase inexistente. Para a descrição de uma situação recente, cf. Cantidiano (2007, p. 222 e s.).

[38](#) Pode-se, naturalmente, remeter a outros autores que procuram explorar, com maior ou menor profundidade, as motivações para a abertura de capital. Nesse sentido, vale remeter aos esforços de Castro (2007, p. 465), que opta por restringir sua análise às necessidades de busca de financiamento e de diversificação de riscos, e de Afterman (1995, p. 17), que apresenta uma tabela de prós e contras para a abertura de capital, com uma ampla variedade de motivos, mas sem maiores aprofundamentos.

[39](#) Com efeito, desde um ponto de vista macro, ao menos em teoria, a pulverização do capital tenderia a quebrar determinados padrões de concentração empresarial, reduzindo a possibilidade de participações cruzadas e de outros arranjos, em estruturas tentaculares. Essa assunção pode ser questionada em face da experiência recente – em especial quando se remete ao caso Enron. Outra objeção ao argumento reside na análise da Lei acionária brasileira, que tinha por objeto o estímulo ao mercado de capitais e, mesmo assim, tem perfil nitidamente concentracionista, fato que se explica pela tendência de, à época, estimular-se a criação de conglomerados como fortalecimento da indústria nacional. Sobre este último ponto, cf. Yazbek (2000a).

[40](#) Nesse sentido, vale remeter a Argenziano (1963, p. 518 e s.) e a Leães (1969, p. 20 e s.), que demonstram quão antigas são tais preocupações.

[41](#) Para tais definições, cf. Bannock, Baxter e Davies (2003, p. 339). No Brasil, vale destacar, o desenvolvimento de tais atividades foi facilitado pela criação de alguns estímulos, pela Comissão de Valores Mobiliários, com a regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações (Instrução CVM n. 391/2003) e dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (Instrução CVM n. 209/94), os primeiros mais diretamente relacionados a *private equity* e os segundos a *venture capital*.

[42](#) Sobre o padrão de relacionamento e de governança estabelecido em ocasiões como estas, em especial no que tange ao *venture capital*, cf. Aoki (2001, p. 302).

[43](#) Para uma aprofundada análise de alguns efeitos da participação das empresas de *venture capital* no que tange à eficiência dos mercados de capitais, cf. Gerke (1998).

[44](#) Para uma descrição da sistemática de tais operações, cf. Cantidiano (1999).

[45](#) E Bessler e outros (1998, p. 577) remetem, ainda, a uma outra alternativa ao discutir a questão das possibilidades de financiamento – é a questão, estranha à primeira vista, da decisão de não crescer, ou seja, de não efetuar maiores investimentos na empresa, mantendo-a apenas com as fontes de financiamento usuais, para suas atividades mais cotidianas. Em diversos campos de atuação, ante as condições de concorrência ou a natureza dos agentes, trata-se, efetivamente, de uma opção para o empresário. O tema é, na presente análise, de interesse meramente incidental.

[46](#) Até porque, a partir do momento em que cada indivíduo pode deter um *portfolio* de títulos, com variados perfis de risco, ele pode beneficiar-se de mecanismos de compensação e de balanceamento entre aqueles riscos – “*since each individual could now own a diversified portfolio of common stocks, each with a different set of risks attached, he could derive the benefits of a reduced aggregate risk through pooling; thus, the stock market permits a reduction in the social amount of risk bearing*” (Arrow, Kenneth J. Insurance, risk, and resource allocation. In: **Collected papers of Kenneth J. Arrow, Vol. 4: The Economics of Information**. Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1984. p. 79). Cf., ainda, Yazbek (2007, 88 e s.).

[47](#) A distinção entre tais modelos, comum em debates sobre a estrutura do mercado nos países em desenvolvimento, mas também nas discussões sobre governança corporativa, apóia-se na predominância dos bancos ou das estruturas de mercado de capitais no processo de financiamento das atividades empresariais, assim como nos efeitos organizacionais de tais padrões (cf., por exemplo, Pinto e Visentini, 1998, p. 11).

[48](#) Para uma descrição de tais modelos, além dos autores já citados, pode-se remeter a Buxbaum (1994), que faz justamente a contraposição entre os modelos norte-americano, alemão e japonês. No mesmo sentido, cf. a análise de Kaplan (1997), mais voltada para os efeitos das soluções encontradas a cada caso. Para uma defesa do modelo germânico, ainda que acompanhada pelo reconhecimento das dificuldades por ele trazidas para o desenvolvimento do mercado de capitais, cf. a instigante análise de Kübler (1994). Para um estudo teórico mais aprofundado sobre o tipo de análise comparativa que se costuma fazer em tais matérias e seus efeitos, cf. Aoki (2001, especialmente p. 279 e s.).

[49](#) E Brancato (1997, p. 28 e s.), ao descrever tais conceitos, analisa o que chama de “mito do *short-termism*”, que teria desviado a atenção de discussões mais importantes nas últimas décadas.

[50](#) Esta é, ao final, também a constatação de Piras (1993) e de Serra (1993). Na mesma linha, ainda que mais preocupado com questões de método no ensino da matéria, cf. o já citado Antunes (2000, p. 116).

4 DAS AÇÕES DE SOCIEDADES ANÔNIMAS COMO ORIGINADORAS DE OUTROS VALORES MOBILIÁRIOS

Ilene Patrícia de Noronha Najjarian

Professora do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo, procuradora federal lotada na Comissão de Valores Mobiliários.

4.1 Introdução

Um dos sintomas do mundo empresarial atual é a busca incessante por proteção. Sim, não me refiro à mera proteção contratual por meio de cláusulas “protecionistas”; faço referência às operações com derivativos, valores mobiliários, operações denominadas estratégias de *hedge*. O gênero derivativo e suas espécies são as mais novas evoluções do instituto do direito mercantil, hoje denominado direito empresarial – o valor mobiliário. A recente crise de 2008 demonstrou que o uso dos derivativos pelas tesourarias das sociedades anônimas deve ser apenas no que tange ao *hedge*, pois não tem cabimento as sociedades anônimas lançarem os olhos para as operações com derivativos com o intuito especulativo, sejam esses valores mobiliários *commodities* cambiais ou não, sob pena de estarem praticando atos passíveis de ser considerados *ultra vires societatis*, ou seja, atos fora do seu objeto social.

Este pequeno artigo tem por escopo demonstrar que o início do mercado de capitais foi marcado pelas ações, as quais foram os primeiros valores mobiliários da história. Hoje as ações têm o condão de originar outros valores mobiliários, servindo como ativo subjacente, lastreando, pois, a emissão de outros valores.

De fato, segundo a Lei n. 10.303/2001, os valores mobiliários não mais se limitam àqueles específicos designados na lei e emitidos por sociedades anônimas. Podem consistir em qualquer título ou contrato de investimento coletivo que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos não advenham dos esforços do investidor, mas sim do empreendedor ou de terceiros.

Ressalta-se, *ab initio*, que a definição de valores mobiliários não está vinculada à admissão de sua negociação no mercado de valores mobiliários, podendo tais títulos ser negociados fora da Bolsa de Valores e do mercado de balcão. Como destaca a festejada Professora Rachel Sztajn (SZTAJN, 2002, p. 9):

“[...] pode-se negociar valores mobiliários nos mercados apropriados ou fora deles. Porém, fazê-lo nos mercados é mais eficiente, rápido e menos oneroso do que ter que encontrar interessados fora do mercado, porque nestes é mais fácil a descoberta do preço do bem e, dessa forma, a avaliação da conveniência da reorganização de carteiras de investimentos”.

Tanto é que a própria Lei das S/A, no *caput* do seu art. 4º, estabelece que uma companhia será considerada aberta ou fechada conforme seus valores mobiliários estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, dando a entender que podem existir valores mobiliários não admitidos à negociação no aludido mercado.

Disso se infere que a qualificação de um título como valor mobiliário não depende do mercado onde é negociado e muito menos do fato de ser ofertado publicamente.

Ao contrário, os requisitos necessários à consideração de um título ou contrato de investimento como valor mobiliário, de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, são, a nosso ver: a) emissão em massa (tendo em vista a coletividade de investidores); b) fungibilidade (possibilidade de substituição por outros títulos de mesma espécie, quantidade e qualidade); c) negociabilidade (seja no mercado de valores mobiliários ou fora dele); d) caráter de investimento que gere direito de participação, parceria ou remuneração; e) intuito lucrativo; f) existência de

interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; e g) presença da figura do risco; h) direitos e deveres oriundos da relação jurídica, não se materializando necessariamente mediante a emissão de título, podendo os valores mobiliários ser incorpóreos¹.

Diferentemente dos valores mobiliários, os títulos abrangem diversos significados na linguagem jurídica, apresentando um âmbito de abrangência de maior amplitude que o de valores mobiliários. Seguindo as lições de Sérgio Shimura, os títulos podem ser visualizados sob dois enfoques, um instrumental e outro substancial (SHIMURA, 1997, p. 83).

Segundo o enfoque instrumental, o termo guarda relação direta com a expressão física de um texto. Nessa linha, o título seria o escrito ou instrumento em que se redige ou se materializa o ato jurídico, de que resulta ou deriva o próprio direito².

De acordo com o enfoque substancial, a concepção de título perde o lastro com a ideia de sua materialização física, referindo-se “à qualidade, ao atributo, à condição ou mesmo a um nome a respeito do direito que representa” (SHIMURA, 1997, p. 83).

Considerando que, atualmente, assiste-se ao fenômeno da desmaterialização dos títulos, o ideal é que se prestigie o seu enfoque substancial, definindo-o a partir da sua capacidade de “dar identidade ou adjetivar uma coisa, um fato ou uma pessoa, de rotulá-los” (MAMEDE, 2002, p. 23).

Com efeito, a emissão de títulos corresponde à sua distribuição, ao seu lançamento a um público determinado ou indeterminado e que pressupõe a sua criação³. Trata-se, pois, a emissão de ato posterior à criação (feitura e formalização do título) e que lança o título em circulação. A despeito de no sentido técnico-jurídico a expressão “emissão de títulos” significar a sua distribuição (do latim *emissio*, de *emittere*, ou seja, mandar para fora, produzir, lançar) aos subscritores, confere-se à emissão na deliberação um sentido lato, de modo a abranger tanto a oferta, ou seja, a proposta que a emissora faz a um público determinado ou não (investidores) para subscrever os títulos ou valores mobiliários, sejam eles CPR ou não, quanto a aceitação, a saber, a subscrição⁴.

Vale, neste passo, lembrar a diferenciação entre emissão pública e a privada. É importante observar que a legislação pátria não fixou de forma

precisa a distinção entre ambas as modalidades. Com efeito, limitou-se a estabelecer parâmetros, em caráter exemplificativo, para a caracterização da emissão pública. Sendo assim, será considerada emissão privada toda aquela que não se enquadrar nos parâmetros utilizados para a caracterização de uma emissão como de caráter público. Nesse contexto, importa analisar quais seriam esses parâmetros.

O § 3º do art. 19 da Lei n. 6.385/76 fornece os primeiros parâmetros quanto à caracterização de uma emissão pública, estabelecendo como critério de sua identificação a observância dos procedimentos descritos na sequência: a) utilização de listas ou boletins de subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; b) procura de subscritores ou adquirentes para os títulos, por meio de empregados, agentes ou corretores; e c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

O art. 3º da IN n. 400 da CVM, por sua vez, repetindo parte do art. 19 da Lei n. 6.385/76 e, ao mesmo tempo, complementando-o, fixa as seguintes diretrizes alternativas ou cumulativas para a aferição de uma emissão pública: a) utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; b) procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada por comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto na instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento perante subscritores ou adquirentes indeterminados; c) negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados (como ocorre costumeiramente); ou d) utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente via meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou por

intermédio de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

Nota-se que tanto os critérios estipulados pelo § 3º do art. 19 da Lei n. 6.385/76 quanto aqueles previstos na IN n. 400 da CVM referem-se aos meios utilizados pela emissora para distribuir os títulos ou valores mobiliários. Todavia, tais critérios, de caráter objetivo, não são os únicos fatores determinantes para a classificação de uma emissão como pública ou privada, sendo necessário analisar outros dois elementos de natureza subjetiva, consistentes no ofertante (companhia emissora e outras entidades autorizadas pela CVM) e nos destinatários da oferta⁵.

O último elemento subjetivo a ser examinado para saber se uma emissão tem caráter público ou privado e, conseqüentemente, se estaria sujeita a regras mais rigorosas da CVM, no sentido de proteger os investidores, é o destinatário da oferta ou da proposta de subscrição.

Para que uma emissão de títulos seja considerada pública, é necessário que seja dirigida a pessoas indeterminadas, ou seja, não individualizadas. Isso significa que no momento da realização da oferta quaisquer pessoas poderão aceitá-la. Trata-se, pois, de uma oferta destinada a um público em geral, e, não, específico, como no caso de se fixar que apenas instituições financeiras poderão subscrever os títulos⁶.

Ademais, para a caracterização dessa indeterminação dos destinatários não pode haver qualquer vínculo entre a companhia emissora e os destinatários da oferta. Tal vínculo configurar-se-ia numa situação em que se exigisse que a subscrição fosse integralmente realizada por acionistas da emissora.

Dúvidas há no tocante aos casos em que o destinatário da oferta seja o investidor qualificado, uma vez que, de certa forma, o público destinatário é restrito em virtude de algumas exigências. Entretanto, o fato de uma emissão ser destinada exclusivamente a investidores qualificados não lhe retira o caráter público. Isso porque a oferta continua sendo feita a uma generalidade de pessoas, indeterminadas, as quais deverão ter algumas qualificações. Uma vez apresentadas as qualificações, poderão adquirir os títulos, independentemente de quem sejam.

Concluindo esse raciocínio, pode-se afirmar que, uma vez presentes os elementos subjetivos e objetivos mencionados acima, a emissão será

pública. Ante a ausência de algum deles, a emissão será privada ou particular.

4.2 Conceito de valor mobiliário

Como já é sabido, portanto, a legislação brasileira não conceitua o que sejam *valores mobiliários*. Em vez de elaborar um conceito para definir valores mobiliários, o legislador brasileiro houve por bem listar os títulos ou papéis que deveriam ser entendidos como tal. Nesse sentido é o art. 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Problemática maior ainda surge com a conceituação de um derivativo que também é valor mobiliário. O derivativo, considerado pela Lei n. 10.303/2001 como valor mobiliário, é, a nosso ver a representação figurativa **eletrônica** derivada de um ativo subjacente que se materializa por meio de um contrato futuro telemático.

Cumprir lembrar que a atual redação dada ao art. 2º da Lei n. 6.385/76 pela Lei n. 10.303/2001 dispõe serem valores mobiliários sujeitos ao seu regime: *as ações, as debêntures e os bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima mencionados; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e, quando ofertados publicamente, quaisquer outros 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.*

Conclui-se que a legislação brasileira espelhou-se na norte-americana, na maneira pela qual preferiu definir os tipos considerados valores mobiliários a tentar fornecer uma noção propriamente jurídica para tais papéis. Com efeito, o direito norte-americano não conceitua o que sejam valores mobiliários, mas, em vez disso, enumera, numa tentativa de abarcar

o maior número possível de tipos, todas as *fatispécies* que devem ser entendidas como tal.

Assim, nos Estados Unidos, onde valores mobiliários recebem a denominação de *securities*, a legislação define valor mobiliário como

“(…) toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de participação em qualquer contrato de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma *security*, copropriedade de direitos em minas, jazidas de petróleo ou, em geral, todo direito ou participação conhecido como *security*, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou opção referentes aos títulos e valores acima mencionados” (*Section 2 (1) do Securities Act, de 1933*)⁷.

Já no direito europeu é possível afirmar que, de maneira geral, pode-se encontrar um conceito elaborado de *valores mobiliários*, não obstante a denominação e a abrangência dessa expressão variarem conforme o país. Na Europa, a aceção do termo “valores mobiliários” é, no geral, bem mais limitada do que nos Estados Unidos, sendo a ideia normalmente associada a títulos emitidos por sociedade anônima. Assim, cabe observar que, não obstante a principal influência no modelo regulamentar do mercado de capitais adotado pela legislação brasileira tenha vindo da legislação federal de títulos norte-americana, a influência do direito europeu é marcante no que diz respeito à limitação da amplitude do conceito de valores mobiliários, tal como definido pela Lei n. 6.385/76⁸.

A Lei n. 6.385/76 não elaborou, portanto, um conceito para os valores mobiliários, definindo, pelo critério de sua enumeração, os papéis que devem receber essa qualificação. Conforme se depreende do que foi dito no parágrafo acima, no direito brasileiro, a concepção de valores mobiliários era, antes da reforma introduzida pela Lei n. 10.303, bastante limitada e necessariamente associada a títulos de emissão de sociedade anônima.

Ocorre que essa forma de caracterização dos valores mobiliários tem-se revelado claramente insuficiente no que se refere à tutela dos investidores

no mercado em geral, desprovidos de proteção normativa, caso o objeto de suas aplicações não possa ser considerado valor mobiliário pela CVM.

Verifica-se, portanto, que o legislador brasileiro jamais fixou em *numerus clausus*, mas em *numerus apertus*, o elenco dos valores mobiliários. Tanto assim que, posteriormente à edição da Lei n. 6.385/76, foram várias as Resoluções e outros textos normativos que ampliaram aquele elenco, originalmente estabelecido no art. 2º daquele diploma legal, e, atualmente, deixou no inciso IX, oriundo da redação da MP n. 1.637/98, a possibilidade de a CVM subsumir eventuais contratos ou títulos como se valores mobiliários fossem.

A Medida Provisória n. 1.637, de 8 de janeiro de 1998⁹, posteriormente convertida na MP n. 1.742/99, foi justamente editada para incluir contratos de investimento coletivo no rol dos tipos passíveis de classificação como valor mobiliário no direito brasileiro. De acordo com o art. 1º da MP n. 1.742/99,

“Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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”.

Em virtude da edição da Medida Provisória em tela, o conceito de valores mobiliários restou, finalmente, ampliado para considerar como valores mobiliários *títulos negociáveis em massa, emitidos em série, por sociedades anônimas abertas, mediante registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, fungíveis ou não, suscetíveis de negociação em bolsas de valores ou mercado de balcão, com cotação no mercado, arrolados no art. 2º da Lei n. 6.385/76, como valores mobiliários, cujo rol pode ser acrescido de quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços.*

Hoje, são os principais valores mobiliários existentes em nosso país aqueles que estão declinados nos incisos do art. 2º da Lei n. 6.385/76, salvo o inciso IX, que contempla, além daqueles que já haviam sido criados pelo Conselho Monetário Nacional, “quaisquer outros títulos ou contratos quando ofertados publicamente e 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 terceiro”. Incorporou-se, pois, ao conceito de valor mobiliário o contrato de investimento coletivo advindo da Medida Provisória supradecorada. Cumpre lembrar que os derivativos, os contratos futuros e as cotas de fundo de investimento, em geral, são a grande novidade na atual redação do art. 2º da Lei n. 6.385/76, pois somente após o advento da Lei n. 10.303/2001 foram eles considerados valores mobiliários.

Deduz-se, pois, de todo o exposto, que a grande problemática ainda hoje existente é que a legislação brasileira não conceitua o que sejam valores mobiliários. Como já foi destacado, em vez de elaborar um conceito para definir valores mobiliários, o legislador brasileiro houve por bem **listar** os títulos ou papéis que devem ser entendidos como tal.

Nesse sentido, o atual art. 2º da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, dispõe, hoje, de forma declaratória, quais os títulos de crédito ou contratos que podem ser considerados valores mobiliários, diferentemente da redação antiga (anterior à Lei n. 10.303/2001) que apenas exemplificava alguns títulos ou contratos e deixava a critério do Conselho Monetário Nacional a definição de outros.

A atual redação dada ao art. 2º da Lei n. 6.385/76 pela Lei n. 10.303/2001 dispõe serem valores mobiliários sujeitos ao seu regime: *as ações, as debêntures e os bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários acima mencionados; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e, quando ofertados publicamente, quaisquer outros 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.

Assim, inexistindo conceito legal do que sejam valores mobiliários, parece-nos que a doutrina poderia recepcionar o inciso IX como a própria conceituação da expressão, a fim de que a autarquia responsável pela fiscalização dos valores mobiliários mais relevantes, a CVM, possa desempenhar a função que lhe foi atribuída pela Lei n. 6.385/76, qual seja, a de colocar dentro do campo de abrangência de sua atuação outros títulos emitidos por sociedades anônimas ou não, diferentes daqueles já mencionados na lei que venham a surgir no mundo fenomênico graças à infinita criatividade humana.

A nosso sentir, recepcionar a conceituação do próprio inciso IX do art. 2º para todos os demais valores mobiliários eventualmente existentes contribuiria, efetivamente, para evitar que haja confusão na tipificação como valor mobiliário de um título ou contrato qualquer que não possua as características a eles inerentes¹⁰.

Ressalte-se que, consoante as lições de Roberto Quiroga Mosquera¹¹, entre os princípios que regem o denominado Direito do Mercado Financeiro e de Capitais, merecem atenção, para a execução do presente trabalho, os princípios da proteção da economia popular e da proteção da transparência de informações.

De acordo com Chediak¹², a evolução do conceito de valor mobiliário no Brasil foi feita com extremo zelo. Já o antigo art. 2º da Lei n. 4.728, de 9 de dezembro de 1975, referia-se aos valores mobiliários, mas, frise-se, nunca chegou a conceituá-los. Esclarece o autor que, não obstante alguns autores sustentarem que o Brasil adotou o sistema estadunidense – em razão de manter a competência residual do Banco Central –, o legislador de 1976, ao menos no que diz respeito à competência da Comissão de Valores Mobiliários, optou pelo sistema europeu, enumerando quais seriam os valores mobiliários cuja emissão e negociação estariam sujeitos ao novo regime.

Isso se alterou, conforme já restou dito, com a Medida Provisória n. 1.637, de 8 de janeiro de 1998, posteriormente transformada na Lei n. 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, a partir da qual o ordenamento

brasileiro transpôs para o nosso mercado um sistema assemelhado ao estadunidense. Com efeito, a partir daí, os chamados *títulos ou contratos de investimento coletivo* passaram a ser tratados como valores mobiliários, definidos pela lei como aqueles “... 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”. Verifica-se, pois, que a definição do contrato de investimento coletivo pode ser confundida com a própria definição de valor mobiliário, motivo pelo qual o conceito de valor mobiliário no ordenamento jurídico brasileiro, após a edição da Medida Provisória n. 1.637, aproximou-se do conceito de *security* no ordenamento estadunidense. Porém essa redação do atual inciso IX do art. 2º da Lei n. 6.385/76 ainda não é suficiente para servir como uma definição para os valores mobiliários, uma vez que os derivativos não se coadunam com essa definição de Contrato de Investimento Coletivo.

A Lei n. 10.303, que alterou a redação do inciso IX da Lei n. 6.385/76, definiu o que seja um *contrato ou título de investimento coletivo*, e incluiu na categoria de valores mobiliários tais títulos (ou contratos) de natureza diversa dos demais valores mobiliários, tanto do ponto de vista jurídico como do econômico. Sempre que títulos ou contratos ofertados publicamente 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**, tais títulos ou contratos serão valores mobiliários, portanto sujeitos às regras da Lei n. 6.385/76, e à jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

4.3 Das ações como geradoras de outros valores mobiliários

O início do ramo do Direito que pode ser denominado Direito dos Valores Mobiliários, um subsistema pertencente ao Direito Econômico, é marcado pelo surgimento das ações, as quais são títulos de renda variável, emitidos por sociedades anônimas, que representam a menor fração do capital social da companhia que as emitiu.

Muito se discutiu, ao longo dos últimos séculos, é claro, sobre a sua verdadeira natureza jurídica, parecendo definitivamente assentado em sede doutrinária – a partir de magistral ensinamento de Ascarelli¹³ – que as ações das sociedades anônimas não conferem a seu titular propriamente um crédito (nem portam consigo um direito literal e autônomo nelas mencionado, conforme costumamos acrescentar para diferenciá-la dos títulos de crédito), mas, antes, com maior rigor dogmático, uma posição, isto é, um *estado* de sócio, do qual decorre, por sua vez, uma série de direitos de natureza patrimonial¹⁴ e extrapatrimonial¹⁵ e, até mesmo, de obrigações, como as relativas ao pagamento das entradas das ações não integralizadas.

Esse precioso ensinamento evidencia que esses direitos e obrigações têm como pressuposto comum a ação e não os direitos que decorrem desse pressuposto, como, por exemplo, o direito ao dividendo e os cupões das ações que o representam, materializados em documentos distintos.

Daí dizer Ascarelli, com a propriedade de sempre, que ela

“(...) constitui um título de crédito ou título-valor, enquanto faculta a incorporação dessa posição num título que circula conforme as regras dos títulos de crédito, ou seja, transferindo um direito literal e autônomo; constitui, mais exatamente, um título de participação, enquanto – na categoria geral dos títulos de crédito ou títulos-valores – pode-se subdistinguir a subespécie dos títulos de participação, caracterizados justamente pelo fato de se prenderem à posição de membro de uma pessoa jurídica, ou seja, ao pressuposto, do qual, por seu turno, verificados eventualmente demais requisitos, decorrem direitos, poderes, obrigações diversas”¹⁶.

Observe-se, por outro lado, que a ação da sociedade anônima, a par de tais conceituações – ora configurada como um *título de crédito*, com função predominantemente circulatória, ora como um *título de participação*, com função de corporificar, como vimos, as várias espécies de direitos decorrentes da condição de acionista –, ela é, ainda, um *valor mobiliário*, por expressa disposição legal, sendo a mais importante espécie destes, como já anteriormente frisado.

Restaria indagar, então, quais seriam as principais consequências dessa categorização.

Já foi observado que a afirmação de ser a ação da sociedade anônima um valor mobiliário¹⁷, por si só, não parece conduzir a uma grande consequência prática. E assim acontece porque não existe uma teoria geral dos valores mobiliários, isto é, um conjunto de princípios sistematizados e coordenados logicamente que poderiam ser aplicados às ações das sociedades anônimas.

Para o Prof. Newton De Lucca, com o pioneirismo que lhe é peculiar, visto que foi o primeiro autor a pronunciar-se sobre a relação que se poderia estabelecer entre os valores mobiliários e os títulos de crédito¹⁸, pouco após a edição da Lei n. 6.385/76, assim se manifestou a respeito¹⁹:

“Cumpriria indagar, ante a disposição do art. 2º da referida lei, qual é a relação existente entre os ditos ‘valores mobiliários’ e os títulos de crédito. Seriam os primeiros uma espécie do gênero dos segundos? Ou simplesmente haveria uma analogia relacional entre duas categorias distintas uma da outra?”

De atentar-se que, no art. 2º da Lei n. 6.385, foi dito que ‘as ações, as partes beneficiárias e debêntures, os certificados de depósito de valores mobiliários’ e outros títulos estariam sujeitos à nova disciplina legal. Como classificar-se, em consequência, com o novo texto legal, a ação da sociedade anônima? Seria ela um título de crédito ou um valor mobiliário? Ou, antes ainda, os valores mobiliários são ou não títulos de crédito?

Parece-nos importante assinalar, desde logo, que os valores mobiliários não possuem um elemento peculiar que os distinga dos títulos de crédito. O único traço distintivo – se é que se possa falar assim – é o de que os valores mobiliários assumem, em princípio, a característica de serem negociados em mercado. Exatamente por serem negócios realizados em massa, cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares desses papéis.

Mas, como é óbvio, não parece de nenhum rigor metodológico dizer-se que a negociação em mercado seja característico absoluto dos valores mobiliários. Não só no plano semântico, como no da própria Lei n. 6.385, inexistente justificativa dogmática para tal conclusão.

(...) Fixadas tais premissas, diríamos que o conceito de ‘valores mobiliários’ não possui qualquer liame lógico com o de ‘títulos de crédito’. Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de valores mobiliários e, vice-versa, estes poderão,

concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são dois sistemas distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um título de crédito é algo completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um valor mobiliário”.

Fica claro, portanto, pelo pensamento do citado autor, que não haveria relação de gênero e espécie entre os valores mobiliários e os títulos de crédito, mas sim, segundo as suas próprias palavras, uma analogia relacional entre essas duas categorias jurídicas. Enquanto o conceito de título de crédito é, fundamentalmente, de caráter doutrinário, o de valor mobiliário, ao revés, assume a característica de ser tipicamente legal.

Não obstante a pertinência de tais observações, mereceram, contudo, dois *reparos* por parte do Prof. Waldirio Bulgarelli. Este autor, com efeito, julgando que o pensamento daquele primeiro professor citado estivesse desvinculando inteiramente uma possível relação entre os títulos de crédito e os valores mobiliários, obtemperou com considerações do seguinte teor²⁰:

“Não obstante o acerto das ponderações do Autor, há que se fazer dois reparos: primeiro, há certo liame lógico entre as duas denominações, como foi mostrado por Ferri, como já vimos; segundo, é que se os títulos de crédito poderão vir a ser considerados como Valores Mobiliários (o que duvidamos nos casos, por exemplo, dos certificados de transportes ou de depósito etc.), a contrapartida não é verdadeira, pois não será qualquer Valor Mobiliário que poderá ser considerado título de crédito”.

O Prof. Newton De Lucca (DE LUCCA, 1979) voltou ao tema, comentando as observações do Prof. Waldirio Bulgarelli, fazendo-o nos seguintes termos:

“De tais afirmações, todavia, não chegamos a destoar, pois nem afirmamos em algum momento de nossas considerações sobre a matéria se existiria ou não liame lógico entre as denominações e, muito menos ainda, que todo valor mobiliário poderia ser considerado título de crédito. Com efeito, existe sim uma divergência evidente

entre o nosso pensamento e o daquele ilustre professor, mas ela não se localiza, rigorosamente falando, em nenhum dos dois reparos a que ele se referiu. Situa-se ela, na verdade, na seguinte passagem do Prof. Waldirio Bulgarelli:

‘... é bom lembrar que ao dispor a Lei 6.385 (art. 2º), sobre a possibilidade de virem a ser considerados como Valores Mobiliários, a critério do CMN, outros títulos, não falou em papéis ou documentos, mas referiu-se expressamente a títulos, comprovando de certa forma a assertiva da subordinação da noção de Valor Mobiliário à condição de título de crédito’.

Entendemos, de nossa parte, que, tirante a aplicação subsidiária do endosso dos títulos cambiários (sendo estes últimos, como se sabe, espécie do gênero títulos de crédito) aos valores mobiliários, por expressa referência legal, não vemos qualquer outra subordinação destes últimos à teoria geral dos títulos de crédito.

Quanto aos demais aspectos dessa apaixonante discussão, remetemos o leitor para a obra *A cambial*: extrato na qual a matéria foi tratada com minudência pelo Prof. Newton De Lucca.

Inexiste dúvida no sentido de que a ação da sociedade anônima – como conclui o citado professor na obra aludida – acha-se enquadrada na *primeira categoria dos valores mobiliários sujeitos à disciplina do art. 2º da Lei n. 6.385* e não simplesmente como valor mobiliário.

Assim, as consequências de tal conclusão são as de que toda a disciplina normativa existente para o mercado de valores mobiliários – leis, decretos, resoluções, instruções, deliberações, pareceres de orientação da CVM etc. – aplica-se às ações das sociedades anônimas, como valores mobiliários que são sujeitos a tal disciplina.

Exemplificativamente, poderíamos dizer que o valor nominal das ações das sociedades abertas, quando estabelecido, não poderá ser inferior ao mínimo fixado pela CVM; a distribuição de emissão no mercado depende de prévia autorização da CVM; só agentes autônomos e as sociedades com registro na CVM poderão exercer a atividade ou corretagem de ações fora da Bolsa; nenhuma emissão pública de ações poderá ser feita sem prévio registro na CVM; aplicação à companhia que tenha suas ações negociadas na Bolsa ou no mercado de balcão de numerosas normas legais e regulamentares, e assim por diante.

A par de tais considerações, deve-se entender que as ações são bens móveis. Assim as considerava, aliás, o nosso velho Código Comercial de 1850, revogado em sua primeira parte pelo art. 2.045 do novo Código Civil, consoante se depreende da leitura do art. 191, que cuidava do contrato de compra e venda mercantil.

O investidor em ações participa proporcionalmente dos resultados auferidos pela companhia.

Após o advento da Lei n. 8.021, em 13 de abril de 1990, as ações do tipo nominativo tornaram-se uma modalidade única obrigatória, sejam na forma escritural ou não, deixando de existir as ações ao portador.

Vale lembrar que a palavra *ação* teria sido usada pela primeira vez para designar o título representativo do capital social das sociedades anônimas, em 1906, para assinalar a ação (pretensão judicial) promovida para pleitear dividendos.

Conforme a melhor doutrina do século passado, de acordo com o que já ficou acima descortinado, o mestre Vivante considera as ações sob tríplice aspecto: a) como parte do capital social; b) como fundamento da condição de sócio; c) como título de crédito. Hoje, a doutrina já está tranquila no sentido de que são as ações pertencentes à categoria dos bens móveis fungíveis²¹.

Vale lembrar que as ações podem ser classificadas, quanto à espécie, ou conforme a natureza dos direitos que conferem, em três categorias:

- 1) Ordinárias: São aquelas em que normalmente se divide o capital social. Não possuem preferências ou condições, daí a lei anterior à 6.404/76 chamá-las de *ordinárias* ou *comuns*. De acordo com o art. 16 da atual Lei das S.A., a companhia fechada pode criar classes diversas de ações ordinárias, mas essa faculdade inexistente para as ordinárias de companhias abertas que deverão ser de uma classe única. Essa espécie tem direito a voto, sempre, porque confere os direitos comuns de sócio. Nas companhias do “Novo Mercado” da Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa, essa espécie é obrigatória, pois tais sociedades anônimas, ao aderir ao sistema criado pela Bolsa, ficam proibidas de emitir ações da espécie preferencial.

- 2) Preferenciais: São as que dão aos seus titulares algum privilégio ou preferência, como, por exemplo, dividendos fixos ou mínimos, ou 10% acima dos atribuídos às ações ordinárias. No entanto, é bom que se diga que tais ações podem vir a ser dotadas de alguns direitos, como o de voto, desde que o estatuto assim determine.
- 3) De gozo ou fruição: Quando da ocorrência da sobra de lucros em caixa, a direção da companhia pode, em vez de distribuir os dividendos, decidir amortizar um lote de ações, via de regra por sorteio, pagando o valor nominal aos seus titulares. Ato contínuo, permite que aqueles antigos titulares adquiram outras ações, em substituição. Essas são as de gozo ou fruição. Não representam o capital da empresa, e serão dotadas somente com os direitos fixados nos estatutos ou pela assembleia.

Por fim, cumpre recordar também que, quanto à forma, as ações podem ser:

- 1) Ações nominativas: São aquelas em que se declara o nome do seu proprietário. São transferidas por termo lavrado no Livro de Registro de Ações Nominativas. As ações de companhias de determinados segmentos da nossa economia, como as jornalísticas e as de radiodifusão, só podem ser nominativas²².
- 2) Ações nominativas endossáveis: Ações ao portador: as nominativas endossáveis também traziam o nome do seu proprietário, mas eram transferidas por simples endosso passado no verso ou no dorso da ação²³. As ações ao portador não tinham declarado no bojo do seu texto o nome do titular, e sua transferência poderia ocorrer mediante a simples tradição manual, consoante o art. 112 da Lei das S.A. Elas não conferiam direito de voto. Ambas as formas em tela **deixaram de existir** em nosso ordenamento jurídico por força da Lei n. 8.021/90.
- 3) Ações escriturais: São aquelas em que não há emissão de certificado. São mantidas em uma conta em nome de seu titular, numa instituição financeira, autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nesse passo, vale lembrar a lição do Prof. Fábio Konder Comparato segundo a qual as ações escriturais, tal como reguladas nos arts. 34 e seguintes da lei, apresentam-se, nitidamente, ou como modalidade especial das ações nominativas, ou como uma quarta forma de ações. Esclarece o renomado doutrinador, porém, não caber a menor dúvida de que a nominatividade é essencial às ações escriturais²⁴.

Sejam modalidade especial das ações nominativas – a nosso ver posicionamento mais acertado – ou, sejam ainda, uma quarta forma de ações, o fato é que as escriturais vêm sendo também denominadas ações nominativas escriturais. Seriam aquelas que, não individualizadas por certificados, são formalizadas, ou melhor, representadas, por uma conta corrente.

Valor e conversibilidade: O valor das ações pode ser auferido sob a consideração de quatro aspectos: Primeiro, o *valor nominal*, estabelecido pela S.A., sendo que a lei em vigor admite a emissão de ações sem esse valor nominal. Sob segundo aspecto, temos o *valor de mercado*, que, a nosso ver, é o adequado somente para as companhias com liquidez, porquanto é aquele auferido com base nas negociações na Bolsa ou no Balcão. E, por derradeiro, o aspecto do *valor patrimonial ou real*, segundo o qual se calcula o acervo econômico global da companhia em relação ao número de ações emitidas. Poder-se-ia cogitar, finalmente, de um quarto aspecto, relativo ao *valor econômico*, vale dizer, a capacidade de gerar lucro da companhia emissora.

No que tange à conversibilidade, cumpre dizer que as ações podem ser desdobradas e até convertidas de um tipo em outro, nos termos do estatuto, como, por exemplo, de ordinárias em preferenciais, ou vice-versa (art. 22).

Cumpre lembrar-se, a propósito, de um título do passado que já foi utilizado como instrumento de captação para as empresas brasileiras e que, hoje, por força da reforma implantada pela Lei n. 10.303/2001, especificamente no art. 2º da Lei n. 6.385/76, foi extinto²⁵: as *Partes Beneficiárias*. Tratava-se de títulos criados pelo próprio art. 2º da Lei n. 6.385/76, negociáveis sem valor nominal, e estranhos ao capital social. Conferem até hoje, mesmo não figurando mais no rol do art. 2º em tela,

direito de crédito eventual, consistente na participação dos lucros anuais quando a S.A. fechada as emite enquanto título de crédito. Hoje o parágrafo único do art. 47 da Lei do Anonimato veda às sociedades anônimas abertas emitir partes beneficiárias.

As partes beneficiárias não podiam conferir a seus titulares qualquer direito privativo de acionista, salvo o de fiscalizar a gestão social. Elas eram alienadas pela própria companhia nas condições previstas no estatuto ou determinadas pela assembleia geral. A companhia aberta, conforme lembra o Prof. Dylson Doria²⁶, podia, antes da reforma introduzida pela Lei n. 10.303/2001, criar partes beneficiárias para alienação, a título oneroso, ou distribuição gratuita a sociedades ou fundações beneficentes de seus empregados. Hoje isso não é mais possível perante o parágrafo único do art. 47, supracitado.

Quando da ocorrência de distribuição beneficente, o prazo de duração máxima para as partes beneficiárias gratuitas de dez anos poderá, conforme o estatuto, ser maior. Como as partes beneficiárias não podiam ser perpétuas, o estatuto social deveria sempre limitar-lhes a vida.

Em caso de liquidação da companhia, após o adimplemento do passivo exigível, as partes beneficiárias ainda gozam de preferência sobre o restante do ativo até a importância da reserva destinada ao seu resgate ou sua conversão em ações.

A modificação ou redução das vantagens atribuídas às partes beneficiárias exige *quorum* qualificado de metade, no mínimo, dos seus titulares reunidos em assembleia especial, para que tenha eficácia, sendo certo que a cada parte deverá ser atribuído um voto. Frise-se, a propósito, que a companhia não poderá votar com as partes beneficiárias em tesouraria.

Com a reforma anteriormente instituída na Lei das S/A pela Lei n. 9.457/97, as partes beneficiárias deveriam ser nominativas, até porque a Lei n. 8.021/90 proibiu a emissão de títulos ao portador. Hoje eles foram extintos enquanto valores mobiliários sujeitos ao art. 2º da Lei n. 6.385/76.

Outro valor mobiliário muito corriqueiro nas sociedades anônimas são os bônus de subscrição. São títulos, também considerados como valores mobiliários pelo próprio legislador pátrio (art. 2º da Lei n. 6.385/76), negociáveis, que conferem o direito de subscrever ações.

Newton De Lucca²⁷, ao comentar os títulos definidos como valores mobiliários no art. 2º da Lei n. 6.385/76, com relação aos bônus, aponta uma curiosidade: notou o jurista que, sendo a Lei n. 6.385 de 7 de dezembro de 1976, e a Lei n. 6.404 de 15 de dezembro²⁸, não poderia aquele primeiro diploma fazer referência a um título sem que este sequer existisse...

Ressalvou De Lucca que nem se poderia dizer, em defesa do texto da Lei n. 6.385, que existiriam outras espécies de “bônus de subscrição” antes da Lei n. 6.404. *“Tais bônus, ao que nos consta, são títulos da dívida pública e, em consequência, excluídos do próprio campo de aplicação da Lei 6.385, conforme preceitua o parágrafo único do art. 2º desta última”*.

O que ocorreu²⁹, na verdade, foi o seguinte: as leis foram elaboradas concomitantemente e deveriam ter sido editadas no mesmo dia. Como não o foram, houve o problema apontado pelo referido professor...

As sociedades anônimas podem emitir os bônus que, na verdade, são um prêmio, para conferir a seus titulares, nas condições constantes do certificado, o direito de subscrever ações de seu capital social. Podem ser emitidos até o limite de aumento de capital autorizado no estatuto (art. 168).

Assim como ocorre atualmente com as debêntures, frise-se que os bônus de subscrição também devem ser nominativos.

A emissão deve ser deliberada em assembleia geral extraordinária, já que a matéria não se encontra entre as que competem à ordinária, se o estatuto não atribuir prerrogativa ao Conselho de Administração. E, conforme explicita Dylson Doria, uma vez emitidos³⁰, estes serão alienados pela companhia ou atribuídos como vantagem adicional aos subscritores de ações ou debêntures.

O Prof. Mauro Brandão Lopes³¹, ao cuidar do bônus, depois de defini-lo como “título de crédito à ordem”³², e após concluir que a “alienação” prevista em lei só pode ser a onerosa, sustenta que, se considerarmos por um instante só a emissão para a alienação onerosa, e tendo os acionistas direito de preferência na sua subscrição por força do § 3º do art. 171, *o novo título constitui ônus suplementar do acionista no exercício do direito de preferência*, que reforçado pelo § 6º o *caput* lhe garante. O resultado final seria, segundo esse jurista, que, tendo o seu direito de preferência garantido pelo art. 171, na proporção das ações que possuir, inclusive com a regulação minuciosa do § 1º, sobre a obrigatória distribuição das ações

correspondentes ao aumento, e, ainda, com o direito assegurado de ceder esse direito, se quiser, *o acionista pode ser obrigado a pagar pelo que já era seu, adquirindo os bônus correspondentes ao seu direito de subscrever o aumento, sob pena de ver diluída a sua participação societária.*

Os bônus somente podem assumir a forma endossável uma vez representados por certificados. Podem ter a finalidade de agilizar a venda de ações ou de debêntures, contribuindo para mais adequada programação de aumento de capital. São considerados *títulos de crédito* pela doutrina dominante, ao mesmo tempo em que são valores mobiliários, também, por expressa equiparação legal. Foram assim definidos pela própria Lei n. 6.404³³: “São títulos negociáveis que conferirão aos seus titulares, nas condições constantes do certificado, direito de subscrever ações do capital social da empresa”.

Os bônus não são gerados por meio das ações, mas estão a elas atrelados.

As ações também tiveram o condão de impulsionar o nascimento dos fundos de investimento em ações, vários fundos de investimentos cujas carteiras são formadas por ações; são, portanto, gerados por estas. No que tange às quotas de fundos de investimentos, hoje, cumpre destacar nestas poucas linhas que são também valores mobiliários sob a jurisdição da CVM, uma vez que, incluídos no rol do art. 2º da Lei n. 6.385/76, impende registrar que o **Fundo de Investimento é uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio**, destinado à captação de recursos para aplicação em carteiras diversificadas de ativos financeiros e demais modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro (art. 1º do Regulamento anexo à Circular n. 2.616/95 e art. 2º da Instrução CVM n. 409/2004).

Em essência, o fundo de investimento é, a nosso sentir, um condomínio administrado por uma instituição financeira³⁴ que reúne recursos provenientes de pessoas físicas, jurídicas, fundos de pensão e outros investidores e que tem como função aplicar esses recursos em uma carteira diversificada de ativos financeiros, procurando valorizar o patrimônio dos investidores.

Aplicar em fundos de investimento significa, portanto, adquirir cotas representativas do patrimônio do fundo, as quais hoje são consideradas pelo

legislador como valores mobiliários, tornando-se condômino da comunhão de recursos que compõem o seu patrimônio. Via de regra, esse patrimônio é constituído com ações de sociedades anônimas e outros valores mobiliários.

Cumpra destacar que, como corolário da natureza jurídica dos fundos de investimento, seu patrimônio não se confunde ou se comunica com o patrimônio da instituição que o administra, pertencendo exclusivamente aos seus respectivos cotistas. Logo, a decretação, com base na Lei n. 6.024/76, do regime de intervenção ou de liquidação extrajudicial da instituição financeira que atue como administradora de fundos de investimento, não projeta seus efeitos sobre os cotistas de tais fundos, ou sobre o seu patrimônio.

Os fundos de investimento são, assim, a nosso ver, condomínios constituídos com o objetivo de promover a aplicação coletiva dos recursos de seus participantes. São regidos por um regulamento, que pode ser alterado por decisão da assembleia geral de cotistas, a qual, de regra, concentra o poder decisório sobre os mais relevantes aspectos do fundo de investimento.

Ressalte-se que, nos termos do art. 17 da Circular BACEN n. 2.616/95 e do art. 10, parágrafo único, da Instrução CVM n. 409/2004, **as cotas do fundo devem ter seu valor calculado diariamente, com base em avaliação patrimonial que considere o valor de mercado dos ativos financeiros integrantes da carteira.**

Para fins de resgate das cotas dos Fundos, as regras devem ser claras, e toda a informação deve ser disponibilizada aos quotistas. Mesmo as cotas sendo consideradas valores mobiliários destinados a investidores qualificados, poderão surgir diversos óbices operacionais resultantes de dúvidas, que podem alcançar até mesmo os “qualificados” para a realização dos negócios por parte do Fundo.

É insofismável que os fundos de investimento são, hoje, uma nova modalidade de valor mobiliário, pois inseridos no rol do art. 2º da Lei n. 6.385/76. Os títulos e ações que compõem a carteira do fundo continuam estruturalmente os mesmos, mas funcionalmente passaram a trafegar por vias bem mais largas, servindo de ativos subjacentes de outros valores mobiliários, que são as quotas propriamente ditas, lançados em parâmetros diversos e sem prazo ou com prazos muito distantes.

A classificação de valor mobiliário por equiparação é também utilizada no Direito português, no âmbito do Direito dos Valores Mobiliários. A lei portuguesa³⁵ equipara aos valores mobiliários “*os direitos de conteúdo econômico destacáveis desses valores, desde que suscetíveis de negociação autônoma no mercado secundário*”.

Esclarece-nos, oportunamente, Carlos Osório de Castro³⁶ que os direitos *destacáveis* não integram o valor mobiliário progenitor. Tomando como paradigma as ações, trata-se de direitos que emanam de um dos direitos-matriz em que a posição perante a sociedade se decompõe, mas que logo se apartam desta, para constituir novos e distintos bens jurídicos. Do ponto de vista substancial, alerta o doutrinador português que estamos diante de direitos destacados no próprio momento da sua constituição.

Consoante o nosso direito positivo em vigor, poder-se-ia afirmar que os bônus de subscrição, bem como alguns outros, são valores mobiliários por equiparação. Aliás, o doutrinador português inicia com os bônus de subscrição o elenco dos valores mobiliários por equiparação.

Embora não tenhamos tal distinção prevista expressamente em lei, o espírito do legislador, ao enquadrá-los como tal, no art. 2º, parece indicar que esses títulos nascem em razão do direito de subscrição de uma ação, obviamente preexistente à própria emissão dos bônus.

Vale ressaltar que, no sistema da Lei das S/A, a sociedade anônima denominada de *capital autorizado* é qualquer companhia cujo estatuto contém autorização para aumento do capital, independentemente de alteração estatutária, com a indicação do limite em valor do capital ou a quantidade de ações que poderão ser emitidas, com as indicações de espécies e classes, bem como condições de emissão.

Conforme ressalva Mauro Brandão Lopes³⁷, nenhuma outra formalidade é necessária. A companhia, com essa previsão estatutária, poderá emitir bônus de subscrição, conforme explicita o art. 75 da Lei n. 6.404/76.

Para finalizar o presente artigo, cumpre pinçar um dos principais valores mobiliários do art. 2º da Lei n. 6.385/76, que também nasce por força de emissão de ações que são os Certificados de Depósitos de Valores Mobiliários.

Este valor mobiliário, assim definido pelo legislador de 1965 com a Lei do Mercado de Capitais – art. 31 da Lei n. 4.728/65 e art. 2º da Lei n.

6.385/76, é, pode-se dizer, *sui generis*, pois depende, para a sua emissão – para o seu próprio nascimento, portanto –, de um agente emissor de certificados, que será, sempre, instituição financeira autorizada para esse fim pela Comissão de Valores Mobiliários.

As sociedades anônimas devem contratar instituição financeira especialmente autorizada para a guarda, escrituração dos livros necessários de registro e transferência de ações e a emissão de seus certificados. Com tais funções, das quais fica afastada a própria companhia enquanto durar o contrato, o agente emissor deve ser conhecido de todos. Daí a exigência legal da inclusão de seu nome nas publicações da companhia e das subscrições públicas (§ 2º do art. 27 da Lei das S.A.).

Os Certificados de Depósitos de Valores Mobiliários constituiriam, a nosso ver, uma outra modalidade de valor mobiliário por equiparação, fruto das ações, daí a nossa assertiva de que as ações são originadoras, ou, poderíamos dizer, progenitoras de outros valores mobiliários, e um exemplo clássico seriam tais certificados.

Mauro Brandão Lopes³⁸ observa, no tocante à responsabilidade do agente emissor de certificados, que as funções do agente emissor e as condições de seu exercício indicam a sua responsabilidade, sendo ela de natureza contratual: responde ele perante a companhia que contratou os seus serviços. Perante acionistas e outros interessados, somente a companhia responde, apesar de também o acionista (ou qualquer interessado) ter o direito de levar ao juízo dos registros públicos as dúvidas surgidas entre ele e o agente (Lei das S/A, art. 103, parágrafo único).

O certificado de depósito deve ser também considerado um título de crédito, contendo, como todos os títulos de crédito, um direito determinado: no caso, o do recebimento dos títulos depositados. Esclareça-se que esse direito ao recebimento de ações não equivale à titularidade delas, mas continua simples direito mencionado no certificado, embora de natureza potestativa, decorrente da obrigação cartular, muito embora hoje não exista mais a cartularidade, uma vez que os certificados são eletrônicos.

O depositário, mesmo com o certificado já emitido, está proibido de votar em assembleia geral da companhia. Tal ocorre, justamente, por falta de legitimação e titularidade, já que o portador do certificado de depósito emitido nos termos do art. 43 da Lei das S/A não pode se considerar

acionista da companhia, razão pela qual o legislador não o incluiu entre os que são legitimados para comparecer à assembleia geral e, conseqüentemente, votar.

É oportuno esclarecer que, com fulcro no inciso III do art. 2º da Lei n. 6.385, terá sido implantado o mecanismo de ADR – *American Depositary Receipts*, no Brasil, pois a sistemática é idêntica. São recibos de ações negociáveis por um banco dos Estados Unidos, de uma companhia fora desse país, custodiado pelo banco no país de origem. Foi desenvolvido para possibilitar aos investidores americanos acesso ao mercado de ações de outros países, dentro dos Estados Unidos, em condições e práticas muito semelhantes àquelas com as quais já estão acostumados. Assim, podem os americanos comprar ações de companhias estrangeiras, sob a forma de ADR, em vez de fazê-lo nos mercados externos.

Relata-nos Marcelo Sampaio Marques³⁹, Analista e Ouvidor da Comissão de Valores Mobiliários, que o “*ADR é conhecido dos americanos desde 1927, quando a British American Tobacco Co. Ltd. fez o primeiro lançamento*”. Se lançados em outros países, tomam o nome geral de GDR (*Global DR*).

A estruturação, consoante já ficou afirmado, é a mesma do Certificado de Depósito de Valores Mobiliários: a companhia emite ações no Brasil (ou compra ações nos mercados organizados) e deposita tais ações em um banco, que atua como custodiante. Com fulcro nesse lastro – ações –, um banco no exterior atua como depositário e agente emissor e emite as ADRs.

Os programas de ADR podem ser realizados, basicamente, em três diferentes níveis, a saber:

Nível 1 – são negociados em mercado de balcão e têm exatamente o mesmo mecanismo dos certificados de depósito de ações. Somente o banco depositário, ou melhor, o agente emissor, capta recursos.

Nível 2 – são negociados numa bolsa de âmbito nacional dos Estados Unidos ou na NASDAQ⁴⁰. Também têm, exatamente, idêntico mecanismo dos certificados de depósito de ações. Somente o banco depositário, ou melhor, o agente emissor, capta recursos.

Nível 3 – são negociados numa bolsa de âmbito nacional dos Estados Unidos ou na NASDAQ. Não têm exatamente o mesmo mecanismo, sendo, porém, muito semelhantes. A negociação é vinculada a uma oferta pública

das ações depositadas. São emitidos com base em novas ações lançadas pela sociedade emitente, permitindo, portanto, a captação de recursos por parte da companhia.

Cumpra-se destacar-se, por derradeiro, a existência do nível 144-A. Trata-se de um sistema computadorizado para negociação de emissões privadas com liquidação via DTC (*Depositary Trust Co.*).

Os investidores podem converter seus ADR⁴¹ em ações da companhia e vir negociá-las no Brasil. A título de exemplo histórico, para verificarmos a evolução das emissões até 1995, foram os seguintes lançamentos de ações via mecanismo dos certificados de depósitos de ações que seria o mesmo dos ADRs⁴²:

1992: Aracruz, Telebrás, Papel Simão.

1993: Copene, Cemig, Siderúrgica Nacional, Suzano.

1994: Eucatex, Teka, Vale do Rio Doce, Cesp, Alparagatas, Iochpe Maxion, Bombril, Citrus, Sid. Tubarão, Refripar, Aços Itabira, Agroceres, Cemig, Celesc, Usiminas, Telebrás, Ceval, Klabin, Rhodia-Ster, Eletrobrás, Bahia Sul Celulose.

1995: Makro, Lojas Americanas.

Finalmente, com o escopo de tornar este pequeno artigo o mais completo possível, existe, como fruto das ações, ou seja, tendo como genitoras as ações, o contrato futuro tendo também valor mobiliário, denominado **Índices Representativos de Carteiras de Ações**.

Esse é um valor mobiliário que foi introduzido no ordenamento jurídico pelo Decreto-lei n. 2.286, de 23 de julho de 1996. Tal decreto-lei dispõe sobre a cobrança de imposto nas operações a termo das bolsas de mercadorias e dá outras providências.

O art. 3º dispõe o seguinte: constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.

Verifica-se, *in casu*, ter sido o próprio Poder Executivo que criou esses valores mobiliários e não o Conselho Monetário Nacional que poderia ter feito isso à época, antes da vigência da Lei n. 10.303/2001. Foi mediante a edição de um decreto-lei que, à semelhança do que ocorre com as Medidas Provisórias, tinha força de lei.

Os Índices Representativos de Carteiras de Ações também são, a nosso ver, frise-se, valores mobiliários por equiparação e fruto das ações. Na verdade, são indicadores de variação de preços de mercado utilizados para a avaliação comparada da *performance* dos preços das ações para administradores e investidores. Constituem, ainda, poderoso instrumento de avaliação nas negociações a futuro.

O índice é o valor atual em moeda do país de uma carteira teórica de ações, a partir de uma aplicação hipotética. O diferente critério de seleção de carteiras ideais faz com que a *performance* dos diferentes índices não seja a mesma. Impõe, obviamente, uma revisão periódica das carteiras de índice, com o escopo de isolar ou até mesmo de retirar as ações que tenham frequência mínima no pregão e número mínimo de negócios.

Importa considerar que as opções também podem ser lançadas sobre os índices de carteira de ações, cujo objetivo é a lucratividade das ações daquela carteira hipotética que compõe o índice. Por exemplo: as opções sobre o IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo.

Os principais índices brasileiros de ações são, por exemplo: IBOVESPA, IBRX50.

A composição da carteira hipotética procura aproximar-se da configuração real das negociações a vista, em lote-padrão, em bolsas de valores ou sistemas organizados de balcão. Deve, igualmente, partir do pressuposto que não se fez qualquer investimento adicional na carteira hipotética, considerando-se somente a “reversão” dos dividendos recebidos e do total apurado com a venda de direitos de subscrição.

Historicamente, na composição do IBOVESPA, as ações de empresas estatais costumam manter-se como as mais negociadas, consoante as lições de Luiz Fernando Rudge e Francisco Cavalcante⁴³:

“Em 1994, elas representaram mais de 74% do volume de negociação com o Índice Bovespa. O Índice Bovespa é reavaliado quadrimestralmente, com base nos 12 meses anteriores, atribuindo-se então novos pesos de ponderação às diferentes ações que o compõem. Durante os dias de pregão, ele é calculado instantaneamente, em tempo real, e retransmitido internacionalmente”.

As opções sobre ações também foi valor mobiliário criado pelo Decreto-lei n. 2.286, de 23 de julho de 1996, e também são geradas pelas ações.

Com efeito, o art. 3º, já transcrito na página antecedente, relativo ao valor mobiliário – índice representativo de carteira de ações –, dispõe que as opções de compra e venda de valores mobiliários são valores mobiliários para os efeitos do art. 2º da Lei n. 6.385/76.

É um instrumento financeiro que outorga ao comprador o direito (opção) de comprar ou vender o instrumento financeiro mais básico (ativo objeto, que no início eram somente ações de companhias abertas), por um preço predeterminado, compelindo, evidentemente, o vendedor a cumprir a obrigação de vender ou comprar o mesmo ativo objeto nas mesmas condições.

Consoante as lições de John Hull⁴⁴ – inteiramente aplicáveis, nesse passo, à realidade brasileira –, existem dois tipos básicos de opções: uma opção de compra (*call*) proporciona a seu titular o direito de comprar um ativo em determinada data por preço certo. Uma opção de venda (*put*) dá a seu titular o direito de vender um ativo em certa data por determinado preço. A data especificada no contrato é conhecida como data de vencimento ou data de exercício. O preço especificado no contrato é conhecido como preço de exercício.

As opções, basicamente e em linhas gerais, tanto podem ser do modelo americano quanto do europeu. Isso nada tem que ver com a localização geográfica – diga-se de passagem –, mas com o fato de que as opções *americanas* podem ser exercidas a qualquer hora, até a data de vencimento, e o de que as opções *européias* somente podem sê-lo na data do vencimento. A maior parte das opções negociadas em bolsa é do modelo americano. Saliente-se, no entanto, que as opções *européias* são, em geral, mais fáceis de analisar do que as *americanas*, sendo que algumas das propriedades de uma opção americana derivam das europeias.

Os objetos de negociação nas opções podem não ser somente as ações com ou sem dividendos; podem ser, por exemplo, opções de índices, moedas etc.

As dimensões do contrato dependem dos tipos de moeda utilizados. Já as opções sobre futuros estão disponíveis sobre a maioria dos ativos objeto de contratos futuros. O contrato futuro deve necessariamente vencer depois do vencimento da respectiva opção. A título de exemplo, as opções mais ativas do planeta dessa modalidade são negociadas na *Chicago Board Options Exchange*. E cabe mencionar, ainda, as opções de títulos, nas quais os ativos objeto são títulos específicos e notas do Tesouro. Essas opções não têm muita popularidade.

As opções de compra de ações na verdade têm sua origem na Lei n. 4.728, de 1965, no art. 48. E se trata, na verdade, de um pré-contrato celebrado com a companhia, cuja eficácia tem como pressupostos a previsão estatutária, respeitados os limites do capital autorizado, e a existência de plano aprovado pela assembleia geral, conforme preleciona Modesto Carvalhosa. Com efeito, esse valor mobiliário, em espécie, não se confunde com a opção *put*. Essa opção é a prevista no art. 168, § 3º, da Lei das S.A., cuja finalidade é conceder um prêmio a administradores, empregados e a terceiros prestadores de serviços ao grupo societário. Assim, no momento do exercício do direito de aquisição das ações, decorrente do instrumento de opção, o capital da companhia emissora será aumentado⁴⁵.

Quanto ao preço, ensina-nos Sheldon Natenberg⁴⁶ que, assim como ocorre em qualquer mercado competitivo, o preço das opções, ou o prêmio, será determinado pela oferta e procura.

A Bolsa especifica um limite de posição para cada ação sobre a qual opções são negociadas, o qual define o número máximo de contratos que um investidor pode deter numa das pontas do mercado, ou melhor, numa das posições, ou de compra ou de venda.

Lembra-nos o já citado John Hull⁴⁷ que o limite de exercício iguala-se ao limite de posição, ao definir o número de contratos que podem ser exercidos por um indivíduo (ou grupo de indivíduos agindo em conjunto) em qualquer período de cinco dias úteis consecutivos.

Muitos jornais divulgam a cotação das opções, e a negociação das opções é muito semelhante à de futuros em muitos aspectos, podendo haver, também, “*market maker*”⁴⁸ para agilizar as negociações.

Ao comprar as opções, o investidor pode utilizar dinheiro ou uma conta margem. O preço inicial é cerca de 50% do valor das ações, existindo, depois, uma margem de manutenção. A conta margem é semelhante à conta do mercado futuro. O depósito de margem, simplesmente, serviria para garantir o pagamento. Por fim, as opções sobre os índices de ações têm as ações de sociedades anônimas como progenitoras, e não como genitoras, já que as opções sobre índices são valores mobiliários cujos ativos subjacentes, embora distantes, são as próprias ações de emissão das sociedades anônimas.

4.4 Conclusão

Sob essa ótica, fulcrada nas lições do mestre Norberto Bobbio de *estrutura técnica da função econômica*, é que o valor mobiliário deve ser identificado como tal, lembrando que os valores mobiliários, para serem assim considerados, devem ter por escopo **captar poupança popular**, podendo ser adquiridos e alienados por meio de qualquer pessoa, ainda que qualificada e com potencial para transformar-se em instrumentos de especulação, possibilitando a emissão de derivativos sobre eles, tais como opções, índices etc. Não devemos olvidar que grande parte dos valores mobiliários hoje existentes no Brasil tem como lastro as próprias ações das sociedades anônimas, fato que nos obriga a analisar o ativo subjacente como capaz de suportar o valor mobiliário emitido, sobretudo quando este for ação de sociedade anônima, porquanto a companhia emissora deverá ser também alvo de criteriosa análise antes de celebrar qualquer investimento ou estudo a respeito do valor mobiliário por ela (ação de sociedade anônima) originado.

REFERÊNCIAS

ASCARELLI, Tullio. **Appunti di diritto commerciale**. 3. ed. Roma: Foro Italiano, 1936. v. 2.

_____. **Teoria geral dos títulos de crédito**.

- _____. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2. ed. BALBI, Giovanni. Grandi e piccole società per azioni (spunti per una riforma). **Rivista delle Società**, Milano: Giuffrè, anno IX, fasc. 1-2, p. 86-89, Gen./Apr. 1964.
- BLACK, Bernard. The legal and institutional preconditions for strong securities markets. **University of California Law Review**, v. 48, p. 781-855, 2001.
- BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. v. 1 e 3.
- CASTRO, Carlos Osório de. **Valores mobiliários: conceito e espécies**. 2. ed. Porto: Universidade Católica Portuguesa, 1998 (Série Manuais).
- CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. *In*: LOBO, Jorge; KANDIR, Antonio (Coords.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 533-538.
- COMPARATO, Fábio Konder. A reforma da empresa. *In*: **Direito empresarial**.
- _____. Responsabilidades na transferência de ações escriturais. **Revista da CVM**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 12, p. 9-12, abr./jun. 1988.
- DE LUCCA, Newton. **Direito & Internet**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- _____. **Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito**. São Paulo: Pioneira, 1979.
- DORIA, Dylson. **Curso de direito comercial**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 1991. v. 1.
- EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 83, jul./set. 1991.
- _____. Emissão de debêntures. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 101, jan./mar. 1996.

HULL, John. **Introdução aos mercados futuros e de opções**. São Paulo: BM&F, Cultura Editores Associados, 1994.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de. O conceito de “security” no direito norte-americano, e o conceito análogo no direito brasileiro. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 15, 1974.

LOPES, Mauro Brandão. **Sociedade anônima, títulos e contratos novos**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1978.

MAMEDE, Gladston. **Títulos de crédito: de acordo com o novo Código Civil, Lei n. 10.406, de 10-2-2002**.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. **Revista de Direito Mercantil**, São Paulo, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985, ano XXIV.

MENDONÇA, José Xavier de Carvalho. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 7. ed. São Paulo: Freitas Bastos, 1963. v. 3.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1954/1969. tomo LII.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo: Dialética, 1998.

NATENBERG, Sheldon. **Option volatility & pricing**. Chicago: Irwin, 1994.

RUDGE, Luiz Fernando; CAVALCANTE, Francisco. **Mercado de capitais**. CNBV — Comissão Nacional das Bolsas de Valores e BM&F, 1996.

SADDI, Jairo; PINHEIRO, Armando Castelar. **Direito, economia e mercados**. Editora Campus, 2006.

SANTOS, João Manuel de Carvalho. **Repertório enciclopédico do direito brasileiro**. Rio de Janeiro: Borsoi, 1947, v. 20.

SHIMURA, Sérgio. **Título executivo**. São Paulo: Saraiva, 1997.

SZTAJN, Rachel. Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 126, abr./jun. 2002.

WALD, Arnoldo. O mercado futuro de índices e os valores mobiliários. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 57, 1985.

1 Sobre o conceito de valores mobiliários, cf. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. O conceito de valor mobiliário nos direitos brasileiro e norte-americano. Disponível em: <<http://www.obcl.com.br>>. Acesso em: 4 jan. 2005. BULGARELLI, Waldirio. Títulos de crédito. 13. ed. São Paulo: Atlas, 1998; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A. São Paulo: Saraiva, 2002; EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova Lei das S/A. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 124, p. 72-79, out./dez. 2001; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 59, p. 30-55, jul./set. 1985; PAPINI, Roberto. Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999; SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Os valores mobiliários na Lei das S/A. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n. 107, p. 123-128, jul./set. 1997.

2 Acepções retiradas de: SILVA, De Plácido e. Vocabulário jurídico. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1975. v. 4. p. 1562. A respeito da matéria, consultar: MAMEDE, Gladston. Títulos de crédito: de acordo com o novo Código Civil, Lei n. 10.406, de 10-2-2002. São Paulo: Atlas, 2003. p. 23-25.

3 Como bem observa Nelson Eizirik: “Inicialmente, críticas têm sido feitas doutrinariamente ao emprego da expressão ‘emissão pública’, uma vez que a emissão designaria apenas o ato de criação dos valores mobiliários. Assim, não existiria a ‘emissão pública’, mas sim a *oferta pública*. Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a *distribuição* dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra ‘emissão’ (do latim *emissione*), ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e a sua introdução no mercado” (EIZIRIK, 1991, p. 56).

4 Sobre o sentido técnico-jurídico da palavra “emissão”, assim se manifesta J. X. Carvalho de Mendonça: “O significado técnico-jurídico da palavra *emissão* é a distribuição dos títulos representativos das ações ou obrigações ao portador (documentos) por aqueles que as subscreveram” (MENDONÇA, 1963, p. 113). João Manuel de Carvalho Santos também adota um conceito amplo de emissão, abrangendo a oferta pública, como se infere de seus comentários: “[...] em linguagem bolsista, emissão é lançar à subscrição títulos de renda, ações ou obrigações não ainda em circulação e oferecidos ao público mediante prospectos que fazem conhecer todas as condições da emissão” (SANTOS, 1948, p. 73-74).

5 EIZIRIK, 1996, p. 43-44.

6 Salvo nos casos de subsunção de hipótese de colocação nos moldes da Deliberação CVM n. 20.

[7](#) Conforme observa Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “*Longe, pois, de fornecer a ‘essência’ do conceito de ‘security’, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida*” (LEÃES, 1974, p. 44).

[8](#) Nesse sentido, o Professor Arnaldo Wald observa que “... *o conceito de valor mobiliário, nos países europeus, particularmente na França, apresenta um alcance bem mais limitado, referindo-se basicamente aos títulos emitidos por sociedades anônimas e aptos a serem negociados publicamente. (...) Podemos concluir, então, que no direito positivo brasileiro, nesse particular influenciado fortemente pelo sistema legal francês, são considerados valores mobiliários os títulos emitidos pelas sociedades anônimas (com exceção do certificado de depósito de valores mobiliários) destinados à negociação pública, em bolsa de valores ou em mercado de balcão*” (WALD, 1985, p. 11 e 15).

[9](#) Em sua exposição de motivos, explicou-se que a MP 1.637/98 “... visa ampliar a competência normativa e fiscalizadora da Comissão de Valores Mobiliários – CVM no que diz respeito às relações entre investidores e captadores de poupança popular através de novos instrumentos de investimento, que não estão hoje submetidos à adequada regulação estatal” (Exposição de Motivos do Ministério da Fazenda n. 712, de 9.1.1997, que originou a Mensagem ao Congresso Nacional n. 37/98 (n. 31/98, na origem).

[10](#) Nesse ponto vale lembrar o artigo monumental do Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho (MATTOS FILHO, 1985).

[11](#) MOSQUERA, 1998, p. 17-24.

[12](#) CHEDIK, 2002, p. 533-538.

[13](#) ASCARELLI, 1969, p. 185.

[14](#) Como, por exemplo, o de receber dividendos. Também poderiam ser considerados como direitos patrimoniais: o de preferência na subscrição de novas ações, nos aumentos de capital; o de participar do acervo da companhia em caso de liquidação desta; e, ainda, o de possuir copropriedade nas reservas da sociedade.

[15](#) Como o de votar e o de ser votado na assembleia geral. O direito à informação e o de fiscalização dos negócios sociais, na forma prevista em lei, também seriam direitos de natureza extrapatrimonial.

[16](#) ASCARELLI, 1969, p. 341.

[17](#) O Prof. Ary Oswaldo Mattos Filho, baseado nessa discussão acerca do conceito de valor mobiliário, tece considerações imprescindíveis para uma pesquisa de caráter científico doutrinária, e adverte: “*Tal conceito tem que ser o mais nítido possível para dar ao cidadão a certeza de seu entendimento e alcance. Mas não poderá ser uma norma que não tenha elasticidade suficiente, de tal sorte que não consiga apanhar os negócios do mercado de capitais que, por semelhantes ao previsto na legislação, venha colocar o investidor e o mercado em risco. Deve-se também atentar ao fato que todo valor mobiliário é um investimento, mas nem todo investimento se representa por um valor mobiliário. A solução que parece mais viável para se sair desta aparente contradição será*

a de examinarmos as características mais visíveis do valor mobiliário” (Revista de Direito Mercantil, n. 59, p. 40, ano 24 (nova série), jul./set., Revista dos Tribunais).

[18](#) Esse pioneirismo do autor foi expressamente referido pelo Prof. Waldirio Bulgarelli (BULGARELLI, 1992, p. 94).

[19](#) DE LUCCA, 1979, p. 36-37.

[20](#) BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 1992. p. 94.

[21](#) Durante muito tempo se discutiu a fungibilidade das ações, porquanto esses papéis são dotados de um número, de acordo com classe e série. Hoje, em razão das transferências por sistemas eletrônicos e por força da agilidade dos sistemas de liquidação e custódia, tal discussão está superada. São consideradas fungíveis dentro dos seguintes critérios: devem ter sido emitidas por uma determinada companhia, pertencer a um mesmo tipo e classe. Exemplo: Ações da Companhia Antártica do Brasil S.A., ordinárias-nominativas.

[22](#) A partir da Lei n. 8.021/90, que derogou o art. 20 da Lei das S.A., a adoção da forma nominativa para as ações deixou de ser obrigatória apenas para determinados segmentos da nossa economia, sendo imperativa, desde então, para todas as companhias existentes no Brasil.

[23](#) As partes beneficiárias, as debêntures e os bônus de subscrição devem ser nominativos (arts. 50, 63 e 78 da Lei n. 9.457/97).

[24](#) COMPARATO, 1988.

[25](#) Ao menos no sentido de serem as partes beneficiárias consideradas como valores mobiliários.

[26](#) DORIA, 1991, p. 252.

[27](#) DE LUCCA, Newton. **Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito**. São Paulo: Pioneira, 1979. p. 36-38, *in fine*.

[28](#) Tendo sido editada somente no dia 17 do mesmo mês.

[29](#) Esse dado curioso foi apontado em minha tese de doutorado, defendida na Faculdade de Direito da USP em 21 de dezembro de 2004, intitulada “Securitização de recebíveis comerciais e industriais”, perante o departamento de Direito Comercial.

[30](#) DORIA, p. 255.

[31](#) LOPES, 1978, p. 80.

[32](#) LOPES, 1978, p. 10.

[33](#) Art. 75 e parágrafo.

[34](#) Com o advento da Instrução CVM n. 409/2004, hoje alterada pela Instrução CVM n. 450, de 30 de março de 2007, podem ser administradores de fundo de investimento as instituições financeiras e quaisquer outras pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

[35](#) Art. 3º, n. 2, al. a, do CodMVM – Código do Mercado de Valores Mobiliários.

[36](#) CASTRO, 1998, p. XXX.

[37](#) LOPES, 1978, p. 78.

[38](#) LOPES, 1978, p. 13-26.

[39](#) *Vide*, a respeito, a obra de RUDGE, Luiz Fernando, 1996.

[40](#) NASDAQ é um sistema automatizado de cotações da Associação Nacional das Corretoras de Valores dos Estados Unidos, que fornece as cotações de preços para títulos negociados nos mercados de balcão e de algumas ações transacionadas em bolsas (*Mercado de capitais*, CNBV, 1996).

[41](#) A Lei de Títulos e Valores Mobiliários dos Estados Unidos de 1933 exige que as ofertas públicas de títulos e valores mobiliários sejam registradas junto à SEC – *Securities and Exchange Commission*, salvo nos casos previstos de isenção de registro. A Lei de 1934 regula, entre outras coisas, a obrigatoriedade de empresas estrangeiras apresentarem relatórios nos moldes previstos nessa legislação. A utilização do ADR, conforme ensina Arthur H. Bill (**Oferta de títulos e valores mobiliários por empresas estrangeiras nos Estados Unidos**. 1998): “*A SEC é responsável pela aplicação das Leis de 1933 e 1934 e demais leis federais sobre títulos e valores mobiliários e tem adotado uma política de internacionalização dos mercados de capitais mediante a facilitação do acesso de empresas estrangeiras aos mercados de capitais dos Estados Unidos*”.

[42](#) RUDGE e CAVALCANTE, 1996, p. 72.

[43](#) *Ibid.*, p. 198.

[44](#) HULL, 1994, p. 175.

[45](#) CARVALHOSA, 1997, v. 3, p. 445.

[46](#) Tradução livre: “*As in any competitive market, an option’s price, or premium, is determined by supply and demand*”. NATENBERG, 1994, p. 6.

[47](#) HULL, 1994, p. 187.

[48](#) “Market maker” é uma expressão utilizada para denominar um indivíduo que faz as ofertas de compra e venda de determinada ação ou opção para movimentar o mercado desses papéis. A oferta de compra será realizada pelo preço pelo qual ele está preparado para comprar, no escopo de dar início a negociações. Para exercer essa função é necessário um registro em bolsa de valores. Hoje a CVM regulamenta a atividade de *market maker* – “*formador de mercado*” mediante instrução normativa específica.

5 ASSEMBLEIAS GERAIS

Maria Eugênia Reis Finkelstein

Coordenadora e professora do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, mestre em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, doutora em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo, advogada em São Paulo.

5.1 Assembleia geral

A assembleia geral é o foro deliberativo dos acionistas. Ou, usando da definição de R. Negrão¹:

“Reunião de subscritores ou acionistas de uma sociedade por ações convocada e instalada de acordo com a lei ou o estatuto, a fim de constituir a companhia ou, se já organizada, deliberar sobre todos os negócios relativos ao seu objeto social e, ainda, sobre os assuntos referentes a sua reorganização, dissolução e liquidação”.

A assembleia é, assim, o órgão decisório máximo da companhia². Mas é claro que sua soberania em decidir encontra-se limitada por alguns parâmetros. Dessa forma, os acionistas não poderão deliberar de forma contrária ao objeto social da companhia. Também não poderão deliberar de forma contrária aos limites da lei e dos Estatutos. Ademais, devem ser respeitadas as normas relativas a abuso de poder e conflito de interesses³, bem como a função social⁴. Claro está, também, que as mudanças havidas no art. 118 da Lei n. 6.404/76 deixam claro que ninguém poderá votar contrariamente a acordo de acionistas em assembleia geral. Dessa feita, a

não observância desses limites ocasionará consequências à validade da assembleia. Note-se, outrossim, que, devido a todas essas limitações, há quem fale, como Rubens Requião⁵, na queda de importância das assembleias gerais das companhias. Apesar de quase nos rendermos à argumentação utilizada, ousamos discordar dessa afirmação, uma vez que, ainda que com as limitações supramencionadas, a assembleia é a formalização da vontade social. Preferimos, assim, concordar com José Alexandre Tavares Guerreiro e Egberto Lacerda Teixeira⁶.

As mais importantes assembleias gerais são as ordinárias e extraordinárias. Existem, no entanto, outras formas de assembleia.

São elas:

- (i) assembleias de constituição – que ocorrem somente uma vez em cada companhia, quando esta é constituída;
- (ii) assembleias especiais – são aquelas previstas pelos arts. 16, 18 e incisos I e II do art. 136 da Lei n. 6.404/76⁷.

As assembleias especiais são aquelas de grupos distintos de interesses da companhia. Dessa forma, os interesses em discussão nas assembleias especiais não são os interesses da companhia, mas sim os interesses do grupo em questão⁸.

No entanto, as assembleias previstas nos subitens acima são tão excepcionais que o escopo do presente artigo será, tão somente, o estudo das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias, mais frequentes na vida social.

É de notar que será na assembleia geral que os acionistas deverão exteriorizar o seu poder político, determinando, assim, os rumos que deverão ser seguidos pela companhia⁹. Para tanto, na assembleia os acionistas deverão ter pleno acesso a informações verídicas sobre a companhia e suas coligadas, informações essas que deverão ser prestadas pela administração da companhia¹⁰ e ¹¹. Será, então, na assembleia geral que os acionistas exercerão o seu direito de voto¹², desde que o possuam.

A assembleia geral delibera sobre as matérias constantes do art. 122 da Lei n. 6.404/76, abaixo apresentadas:

a. reformar o estatuto social

Esta matéria é da competência das assembleias gerais extraordinárias. A assembleia geral extraordinária que deliberar sobre a reforma do Estatuto Social terá um *quorum* de instalação diferenciado, como se verá. Para as matérias constantes do art. 136 da Lei n. 6.404/76, também o *quorum* de deliberação será majorado. O mesmo ocorre em caso de transformação, muito embora o *quorum* seja de unanimidade, nos termos do art. 221 da Lei n. 6.404/76.

Faz-se importante observar que o *quorum* de deliberação majorado do art. 136 poderá vir a ser diminuído para companhias abertas¹³ ou aumentado nas companhias fechadas¹⁴.

b. eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia

A eleição ou destituição de administradores são matérias de máxima relevância para a companhia, de modo que essas matérias não precisam ser incluídas na convocação. Elas podem ser deliberadas independentemente de constarem ou não do edital de convocação, o que é uma exceção à sistematização legislativa das assembleias gerais das sociedades anônimas.

c. tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras

Esta matéria é típica de assembleias gerais ordinárias.

Indagação comum diz respeito ao que deverá acontecer à companhia caso suas contas venham a ser rejeitadas. Em verdade, as imperfeições das contas e demonstrações financeiras deveriam ser corrigidas, sendo as demonstrações financeiras republicadas e submetidas a nova aprovação de

assembleia geral. Porém, enquanto isso não acontece, a companhia sofrerá sanções mercadológicas, uma vez que não poderá cumprir os requisitos da lei licitatória e, possivelmente, não conseguirá financiamentos novos ou renegociações de financiamentos já existentes.

d. autorizar a emissão de debêntures

A reforma de 2001 da Lei n. 6.404/76 permitiu que debêntures sem garantia real e não conversíveis em ações tivessem sua autorização de emissão efetivada por mera reunião do Conselho de Administração. Esta exceção consta do § 1º do art. 59 da Lei n. 6.404/76. Para os demais casos, no entanto, será necessária a deliberação em assembleia geral extraordinária.

e. suspender o exercício dos direitos do acionista

A suspensão do exercício dos direitos do acionista em assembleia geral extraordinária deve constar do edital de convocação. Fácil notar, assim, que o acionista em questão utilizará de todos os procedimentos processuais cabíveis para evitar que essa votação seja realizada em assembleia. Por esse motivo existem tantos julgados sobre a matéria¹⁵. Essa matéria consta do art. 120 da Lei n. 6.404/76.

f. deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social

O art. 8º da Lei n. 6.404/76 prevê que, caso bens sejam conferidos ao capital social de uma companhia, a sua avaliação deverá ser aprovada em assembleia geral extraordinária. Claro está que o acionista que tenha a intenção de conferir referido bem ao capital da companhia estará impedido de votar em mencionada assembleia geral, nos termos do § 1º do art. 115. Esse procedimento tem o fim de evitar a ocorrência de fraudes. Ademais, como a conferência de bens ao capital social de uma companhia configura

alteração estatutária, referida assembleia deverá ter *quorum* de instalação diferenciado, como se verá.

g. autorizar a emissão de partes beneficiárias

Partes beneficiárias são valores mobiliários que conferem a seu titular um direito de crédito eventual em face da companhia¹⁶. São títulos de pouquíssima aceitação, sendo vedada a sua emissão por companhias abertas, nos termos do parágrafo único do art. 47 da Lei n. 6.404/76. A sua emissão deve ser autorizada por assembleia geral extraordinária.

h. deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas

Os procedimentos de reorganização societária, por evidente, devem ser aprovados por assembleia geral extraordinária. Por configurarem alteração estatutária, ademais, devem obedecer a *quorum* privilegiado de instalação. O seu estudo aprofundado, porém, transcende o objetivo do presente trabalho.

Também, por constarem estas matérias do rol do art. 136 da Lei n. 6.404/76, seu *quorum* de deliberação será qualificado¹⁷. No caso de transformação, o *quorum* será de unanimidade, a menos que disposto diferentemente no Estatuto Social, nos termos do art. 221 da Lei n. 6.404/76.

i. autorizar os administradores a confessar a falência e pedir concordata

Em primeiro lugar, deve-se notar que, em face da nova Lei de Falências, a concordata deixou de existir, dando lugar ao procedimento de recuperação judicial, mais conforme com a teoria da função social da empresa, de grande aceitação atual.

É de destacar que o parágrafo único do art. 122 da Lei n. 6.404/76, ora em comento, dispõe que, em caso de urgência, o administrador, mediante a autorização do controlador, poderá confessar a falência e pedir recuperação sem a autorização da assembleia geral. Claro está que esse é um risco enorme para um administrador correr, pois que a falta de aprovação do controlador em assembleia ocasionará responsabilidades para o administrador. E, em caso de confissão de falência, as consequências são irreversíveis.

Por outro lado, a publicação de um edital de convocação no qual conste a matéria “confessar a falência e pedir recuperação” também ocasionará drásticas consequências para a companhia. Certo que o mercado não ficará indiferente à inclusão de tal matéria na convocação, sendo que os negócios da companhia fatalmente serão afetados.

5.2 Cumulação de assembleias

As assembleias gerais ordinárias e extraordinárias podem ser cumulativamente convocadas e realizadas no mesmo local, data e hora, bem como instrumentalizadas em uma ata única, por expressa previsão do parágrafo único do art. 131 da Lei n. 6.404/76. Isso significa que as duas assembleias, a ordinária e a extraordinária, poderão ocorrer ao mesmo tempo, mediante uma só convocação, com a lavratura de uma só ata. As matérias, porém, deverão ser divididas por competência, e a assembleia deverá ser designada como “assembleia geral ordinária e extraordinária”.

Essa permissão legal tem por fim facilitar as difíceis burocracias que são previstas para as sociedades anônimas.

5.3 Convocação

É de lembrar que nem toda reunião de acionistas configura uma assembleia geral, mas somente aquelas formalizadas nos termos da lei. A sua convocação é uma dessas formalidades legais. Nesse sentido:

“La notificación de la convocatoria a asamblea por medio de edictos há sido defendida en forma permanente y pacífica por parte de la jurisprudencia, basándose en la necesidad de preservar las formalidades del ato asambleario, con la cual se garantiza la exactitud, tanto formal cuanto material de los acuerdos que se efectivicen”¹⁸.

Nos termos do art. 123 da Lei n. 6.404/76, as assembleias gerais ordinárias ou extraordinárias podem ser convocadas pelas seguintes pessoas:

- (i) pelos diretores ou pelos conselheiros de administração;
- (ii) pelos conselheiros fiscais, quando o atraso na convocação ultrapassar trinta dias, nos casos previstos em lei;
- (iii) por qualquer acionista, na omissão, por mais de sessenta dias, dos administradores¹⁹;
- (iv) pelos acionistas detentores de cinco por cento do capital social, quando houverem formulado pedido de convocação e esse pedido não tenha sido atendido em oito dias pelos diretores; e
- (v) pelos acionistas detentores de cinco por cento do capital social com direito a voto ou de cinco por cento do capital social sem direito a voto, quando houverem formulado pedido de convocação e esse pedido não tenha sido atendido em oito dias pelos diretores.

Note-se que os casos de atraso de trinta ou sessenta dias são facilmente determináveis quando se tratar de assembleias gerais ordinárias, que possuem periodicidade certa para ocorrer. No caso de assembleias gerais extraordinárias, porém, a determinação do atraso é quase impossível.

Em uma companhia de capital fechado, o edital de convocação da assembleia geral deve ser publicado por três vezes, devendo a primeira publicação dar-se com oito dias de antecedência em primeira convocação, e as demais publicações devendo ocorrer antes da data da realização da

assembleia geral. Caso não compareçam acionistas representantes de 1/4 do capital votante, nas assembleias gerais ordinárias, ou 2/3 do capital votante, nas assembleias gerais extraordinárias que deliberarem sobre alteração estatutária, a assembleia não deverá ser realizada, devendo ser reconvocada.

Assim, em segunda convocação, o edital deve ser publicado por três vezes, sendo que a primeira publicação deve dar-se com cinco dias de antecedência. A assembleia geral instalar-se-á independentemente do *quorum* de acionistas presentes.

Em companhias de capital aberto, os prazos de convocação são aumentados para quinze dias de antecedência em primeira convocação e oito dias, em segunda.

Nos termos do art. 289 da Lei n. 6.404/76, os editais de convocação deverão ser publicados:

- (i) em um órgão oficial da União, dos Estados ou do Distrito Federal, conforme o lugar onde esteja situada a sede da companhia; ou
- (ii) em outro jornal de grande circulação editado na localidade onde esteja situada a sede da companhia.

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) também regulamenta esse assunto por meio da Instrução CVM n. 207, de 1º de fevereiro de 1994. Assim, para companhias abertas a convocação deve, ainda, ocorrer nos seguintes locais:

- (i) as companhias abertas cujos valores mobiliários sejam admitidos a negociação em bolsas de valores também deverão efetuar as publicações ordenadas em lei, em jornal de grande circulação, editado na localidade em que se situe a bolsa de valores na qual, nos dois últimos exercícios sociais, se tenha verificado a maior quantidade de negócios com valores mobiliários de sua emissão, dispensada sua exigência na hipótese de coincidir aquela localidade com a sede da companhia; e

- (ii) as companhias abertas cujos valores mobiliários não sejam admitidos a negociação em bolsas de valores deverão proceder às publicações referidas na alínea anterior em jornal de grande circulação, editado na capital do Estado em que se situar a sede da companhia, dispensada essa exigência na hipótese de coincidirem as duas localidades.

É de destacar que as publicações devem sempre ser feitas no mesmo jornal, sendo que as mudanças devem ser precedidas de aviso em assembleia. Note-se que essa mudança será meramente comunicada à assembleia e não deliberada.

Nas companhias fechadas, as convocações são dispensadas quando há a presença da totalidade dos acionistas na assembleia geral, nos termos do § 4º do art. 124 da Lei n. 6.404/76.

O edital de convocação deverá conter data, hora e local da assembleia, assim como deverá declinar, de maneira clara e inequívoca, as matérias que serão discutidas. Há, porém, algumas exceções de matérias que não precisam constar do edital de convocação para serem deliberadas:

- (i) requerer o funcionamento do conselho fiscal e eleger um membro desse órgão (art. 161 da Lei n. 6.404/76);
- (ii) eleger ou destituir membros da administração da companhia; e
- (iii) deliberar sobre a ação de responsabilidade prevista pelo art. 159 da Lei n. 6.404/76.

Fora dessas matérias, para que matéria não inserida no edital venha a ser deliberada, deve haver manifestação inequívoca da totalidade do capital.

Deve ser destacado que, apesar de ser prática comum a inclusão no edital de convocação do tema “outros assuntos de interesse da Companhia” ou expressão análoga, essa é uma prática desaconselhável²⁰. Isso porque a deliberação sobre temas não claramente especificados no edital atinge duramente a validade da assembleia. Ora, é sabido que são as matérias em

discussão que determinam a presença ou não do acionista à assembleia. Dessa forma, discutir assunto relevante como se estivesse incluído nessa alínea é proibido, existindo diversos julgados sobre o assunto²¹. Até a própria CVM já se posicionou por meio da Instrução CVM n. 341, de 13 de julho de 2000. Dispõe referida instrução que o anúncio de convocação de assembleia geral deverá enumerar, expressamente, na ordem do dia, todas as matérias a serem deliberadas, não se admitindo que sob a rubrica “assuntos gerais” haja matérias que dependam de deliberação assemblear.

Nos termos do § 3º do art. 124 da Lei n. 6.404/76, acionistas que detenham cinco por cento ou mais do capital social podem solicitar à companhia, por escrito, que sua convocação se dê, cumulativamente, por meio de telegrama ou carta registrada. Note-se que essa providência não afasta a necessidade da publicação do edital de convocação. Referidas cartas-convocação são válidas por até dois exercícios consecutivos, e, caso essa providência adicional não seja observada, a assembleia será inválida.

Sobre o assunto convocação, a CVM promulgou, ainda, a Instrução CVM n. 372, de 28 de junho de 2002, que dispôs sobre o adiamento de assembleia requerido por acionista por até trinta dias, caso a assembleia tenha por objeto operações mais complexas, mediante a apresentação de requerimento oito dias antes da data marcada²². A CVM poderá, ainda, determinar, unilateralmente, a interrupção do prazo por até quinze dias para que a própria CVM analise as propostas a serem submetidas à assembleia²³ e ²⁴.

Temos, ainda, que a Instrução CVM n. 165, de 11 de dezembro de 1991, dispõe que o edital de convocação de companhia aberta deve informar qual o percentual mínimo para se requerer a eleição do conselho de administração por voto múltiplo. Destaque-se, ainda, que, caso haja intenção de requerer o voto múltiplo, o acionista deverá informar a administração da companhia, seja ela aberta ou fechada, com 48 horas de antecedência, para que a mesa se encontre apta a conduzir essa votação.

Especificamente no que tange à convocação de assembleias gerais extraordinárias, todos os documentos pertinentes às matérias a serem discutidas devem ser colocados à disposição dos acionistas. Note-se que referidos documentos devem ser colocados à disposição quando da

publicação do primeiro edital de convocação, muito embora não devam ser publicados, nos termos do § 3º do art. 135 da Lei n. 6.404/76.

Nos termos do art. 294 da Lei n. 6.404/76, as companhias fechadas com menos de vinte acionistas e patrimônio líquido inferior a um milhão de reais possuem regras próprias no que tange às publicações.

Assim, nessas companhias, a assembleia geral poderá ser convocada por anúncio entregue aos acionistas, mediante recibo, com a mesma antecedência de oito dias prevista pelo art. 124 da Lei n. 6.404/76, sendo certo que referido anúncio deverá conter os mesmos requisitos de um edital de convocação²⁵. Cabe à companhia manter em arquivos os comprovantes de recebimento dos mencionados anúncios.

Ademais, nos termos do inciso II do art. 294 da Lei n. 6.404/76, essas companhias ficam desobrigadas de publicar os documentos previstos pelo art. 133 da mesma lei, desde que cópias desses documentos sejam arquivadas perante o órgão registrário, juntamente com a ata da assembleia geral que sobre eles deliberar.

Por fim, no que tange ao local da assembleia geral, é de destacar que esta deve ocorrer no local da sede da companhia, a menos que motivo de força maior justifique a alteração. Ainda nesse caso, a assembleia geral deve ocorrer em outra localidade, mas na circunscrição da sede da companhia, nos termos do § 2º do art. 124 da Lei n. 6.404/76, sob pena de anulabilidade do conclave. Note-se que a situação determinante da alteração do local da assembleia geral realmente deve configurar situação de força maior e não situações de conveniência²⁶.

Enfim, deve ser lembrado que a falta de observância dos requisitos formais da convocação das assembleias gerais ocasiona sua anulabilidade, sendo que, nos termos do art. 286 da Lei n. 6.404/76, prescreve em dois anos a ação para anulação de deliberações tomadas em assembleia em virtude de, entre outros assuntos, vício na convocação.

5.4 Presença

Para que a assembleia geral ordinária se instale é necessária a presença de acionistas representantes de 1/4 do capital votante, em primeira

convocação. Se, porém, tratar-se de uma assembleia geral extraordinária que for deliberar sobre alteração estatutária, o *quorum* de instalação passa a ser de 2/3 do capital votante. Caso esse *quorum* não seja atingido, a assembleia deverá ser reconvocada e, então, instalada com qualquer número de presentes. A presença deverá ser comprovada mediante o lançamento das assinaturas dos acionistas ou de seus representantes no Livro Registro de Presença de Acionistas²⁷.

Note-se que no direito brasileiro é imprescindível a presença física dos acionistas ou de seus representantes legais para que haja o necessário *quorum* de instalação. No entanto, isso não é necessário para reuniões do conselho de administração, por exemplo²⁸.

O *quorum* de instalação deve estar presente durante todo o conclave. A retirada de acionistas do recinto assemblear deve ser certificada pela mesa; caso a retirada de acionistas impossibilite a manutenção do *quorum* de instalação, a assembleia geral deve ser suspensa e reconvocada.

Interessantes problemas ocorrem quando há recusa dos acionistas em assinar o Livro Presença de Acionistas ou o Livro Registro de Atas da Assembleia Geral. No primeiro caso, a entrada dos acionistas no recinto assemblear pode e deve ser obstada. No segundo caso, a sua recusa deve ser certificada pela mesa e testemunhas no próprio livro.

Via de regra, apenas administradores, conselheiros fiscais e acionistas poderão estar presentes nas assembleias gerais da companhia. Os acionistas poderão, porém, nos termos do § 1º do art. 126 da Lei n. 6.404/76, ser representados por procurador constituído há menos de um ano, desde que este seja acionista, administrador da companhia ou advogado. No caso de companhia aberta, o procurador pode, ainda, ser representante de instituição financeira custodiante, cabendo ao administrador de fundos de investimentos representar os condôminos.

Note-se que para efeitos de *quorum* de instalação só são computados os titulares de ações ordinárias.

São ordinárias as ações que conferem direito a voto irrestrito nas assembleias de acionistas de uma empresa, conferindo a seu titular o direito de voto. Os acionistas que detêm esse tipo de ação têm o direito de participar e votar nas assembleias gerais ordinárias e extraordinárias da

companhia²⁹. Cada ação ordinária confere a seu titular o direito a um voto em assembleia geral³⁰.

As ações preferenciais³¹ conferem aos seus titulares um complexo de direitos diferenciados, além dos direitos garantidos aos acionistas que detêm ações ordinárias, tais como: prioridade na distribuição dos dividendos ou reembolso do capital social ou mesmo dividendos maiores do que aqueles devidos aos titulares de ações ordinárias. Tais ações podem ou não conferir direito a voto, conforme determinação do Estatuto Social da companhia. Todavia, o limite máximo de emissão dessas ações, sem direito a voto, é de cinquenta por cento do capital social da companhia³², conforme determina o art. 15, § 2º, da Lei n. 6.404/76, com redação dada pela Lei n. 10.303/2001.

Deve ser destacado que também os titulares de ações preferenciais têm o direito de participar das assembleias gerais ordinárias e extraordinárias da companhia. Eles podem, inclusive, pedir esclarecimentos. Porém, caso lhes seja suprimido o direito de voto em contrapartida a algum direito preferencial, os titulares desse tipo de ação não têm o direito de votar nas assembleias da companhia, devendo calar-se por ocasião da votação³³.

Dessa feita, todos os acionistas da companhia têm o direito de comparecer às suas assembleias gerais³⁴.

5.5 Mesa diretora da assembleia geral

A mesa compõe-se de um presidente e de um secretário, que não precisam necessariamente ser acionistas da companhia; os requisitos para a investidura nessas funções deverão, sempre que possível, ser estipulados pelo Estatuto da companhia. Essa medida afasta, de plano, possíveis conflitos que possam vir a se instalar. Caso não haja estipulação no Estatuto Social, nos termos do art. 128 da Lei n. 6.404/76, o presidente e o secretário deverão ser escolhidos pelos acionistas presentes.

A mesa não toma parte nas deliberações, sendo que os votos eventualmente dados por seus membros, quando acionistas, não se confundem nem se relacionam com as funções especiais que exercem como dirigentes dos trabalhos.

Suas funções são basicamente as seguintes:

- (i) verificar a ocorrência do *quorum* de instalação, mediante a coleta de assinaturas no Livro Registro de Presença de Acionistas, verificando os instrumentos de mandato dos representantes dos acionistas;
- (ii) caso haja o necessário *quorum* de instalação, declarar instalada a assembleia e dar início aos trabalhos;
- (iii) ter em seu poder os necessários documentos para a realização adequada da assembleia;
- (iv) dirigir os trabalhos da assembleia para a sua conclusão;
- (v) dar início à votação, em obediência à ordem do dia constante do edital de convocação, verificando se há o necessário *quorum* de deliberação para a aprovação das matérias;
- (vi) receber e autenticar os possíveis votos e protestos apresentados por escrito;
- (vii) verificar a manutenção do *quorum* de instalação durante todos os trabalhos;
- (viii) analisar eventual acordo de acionistas, para os fins do art. 118 da Lei n. 6.404/76;
- (ix) manter a ordem no recinto;
- (x) preparar a ata da assembleia;
- (xi) lavrar a ata da assembleia no Livro Registro de Atas de Assembleias Gerais, coletando as assinaturas necessárias;
- (xii) imprimir a ata em três vias para fins de registro perante a Junta Comercial competente, coletando as assinaturas necessárias; e
- (xiii) declarar a assembleia encerrada.

O tempo de discussão das propostas poderá ser limitado pela mesa. O sistema de votação será determinado única e exclusivamente pela mesa, sem necessidade de votação acerca do sistema a ser utilizado. A mesa pode, inclusive, tomar medidas organizacionais, como determinar a não utilização de aparelhos celulares ou de aparelhos de gravação, entre outras. Em havendo discordância, a decisão da mesa pode ser votada pelos acionistas,

prevalecendo, sempre, o princípio do majoritário, que norteia a matéria pertinente às assembleias gerais.

5.6 Presenças obrigatórias em assembleia geral

Presença	ASSEMBLEIA GERAL ORDINÁRIA	ASSEMBLEIA GERAL EXTRAORDINÁRIA
Presidente	Não precisa ser acionista	Não precisa ser acionista
Secretário	Não precisa ser acionista	Não precisa ser acionista
Acionistas	Todos os acionistas podem comparecer	Todos os acionistas podem comparecer
Diretores	Preferencialmente aqueles que devam prestar informações à assembleia geral ordinária. Sua presença pode ser dispensada pela totalidade dos presentes	Preferencialmente aqueles que devam prestar informações à assembleia geral extraordinária. Sua presença pode ser dispensada pela totalidade dos presentes
Conselheiros de administração	Preferencialmente aqueles que devam prestar informações à assembleia geral ordinária. Como os membros do conselho de administração são acionistas, podem comparecer à assembleia	Preferencialmente aqueles que devam prestar informações à assembleia geral extraordinária. Como os membros do conselho de administração são acionistas, podem comparecer à assembleia
Conselheiros fiscais	O Parecer do conselho fiscal deverá ser lido em assembleia geral ordinária, uma vez que sua publicação não é necessária. Sua presença pode ser dispensada pela totalidade dos presentes	Não precisam estar presentes, a menos que devam prestar informações à assembleia
Auditor independente	Sua presença pode ser dispensada pela totalidade dos presentes	Não precisa estar presente

5.7 Assembleia geral ordinária

A assembleia geral ordinária deve ser realizada obrigatoriamente todo ano, até o último dia útil dos primeiros quatro meses subsequentes ao término do exercício social. Essa assembleia geral somente pode deliberar sobre as matérias previstas no art. 132 da Lei n. 6.404/76³⁵, quais sejam:

1. tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras;
2. deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição dos dividendos;
3. eleger os administradores e os membros do conselho fiscal, quando for o caso; e
4. aprovar a correção da expressão monetária do capital social.

Não será válida a assembleia geral ordinária que delibere sobre matéria que não as acima especificadas. Assim, ultrapassado o prazo legal de ocorrência de uma assembleia geral ordinária, a doutrina propõe soluções diferenciadas. Nosso entendimento é no sentido de que, extrapolado o prazo, deve, sim, ser convocada uma assembleia geral extraordinária, deixando claro o edital de convocação que ela deliberará sobre assuntos de assembleia geral ordinária. A preocupação doutrinária tem razão de ser, uma vez que assembleias gerais de companhias são atos formais que devem, sob pena de anulabilidade, obedecer às formalidades legais.

O *quorum* de instalação da assembleia geral ordinária é de 1/4 do capital com direito a voto. O *quorum* de deliberação, no entanto, é de maioria dos presentes.

Para deliberar sobre essas matérias e, nos termos dos arts. 133 e 124 da Lei n. 6.404/76, diversos documentos devem ser publicados com antecedência, conforme tabela abaixo³⁶:

Prazo	Documento
15 dias de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária	Edital de convocação de assembleia geral ordinária de companhia aberta (em primeira convocação)
8 dias de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária	Edital de convocação de assembleia geral ordinária de companhia aberta (em segunda convocação)
8 dias de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária	Edital de convocação de assembleia geral ordinária de companhia fechada (em primeira convocação)
5 dias de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária	Edital de convocação de assembleia geral ordinária de companhia fechada (em segunda convocação)
1 mês de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária	Aviso de que os documentos do art. 133 encontram-se à disposição dos acionistas
1 mês de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária, caso não tenha sido publicado o aviso acima	<ul style="list-style-type: none"> – Relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo – Demonstrações financeiras – Parecer dos auditores independentes
5 dias de antecedência da data da realização da assembleia geral ordinária, caso tenha sido publicado o aviso acima	<ul style="list-style-type: none"> – Relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo – Demonstrações financeiras – Parecer dos auditores independentes

Conforme o § 2º do art. 133 da Lei n. 6.404/76, acionistas que representem cinco por cento ou mais do capital social poderão solicitar o envio, por escrito, dos documentos mencionados pelo artigo.

Conforme já afirmamos, nos termos do art. 289 da Lei n. 6.404/76, as publicações devem dar-se em um veículo oficial da União, dos Estados ou do Distrito Federal, conforme o lugar onde esteja situada a sede da

companhia, e em outro jornal de grande circulação editado na localidade onde esteja situada a sede da companhia. É de destacar que as publicações devem sempre ser feitas no mesmo jornal, e as mudanças devem ser precedidas de aviso.

O § 6º do art. 124 da Lei n. 6.404/76 dispõe que nas companhias abertas os documentos que forem colocados à disposição dos acionistas deverão ser remetidos às bolsas de valores em que suas ações forem mais negociadas na data da publicação do anúncio da convocação. Como já visto, também a CVM regulamentou o assunto.

O § 4º do art. 133 da Lei n. 6.404/76 dispõe que, em comparecendo a totalidade dos acionistas à assembleia, poderá ser considerada sanada a falta da publicação do anúncio ou dos documentos a que se refere o art. 133 com um mês de antecedência. Ainda assim, a publicação dos documentos deverá ocorrer antes da data de realização da assembleia.

Aqui deve ser lembrado um importante princípio que norteia a matéria pertinente às assembleias gerais. Caso a totalidade do capital social compareça ao conclave, o descumprimento das formalidades pertinentes às assembleias será sanado. No entanto, os documentos referidos no art. 133 da Lei n. 6.404/76, ainda assim, devem ser publicados antes da assembleia geral ordinária, nos termos do § 4º do art. 133.

O *quorum* de deliberação de uma assembleia geral ordinária é de maioria dos presentes que possuem direito a voto³⁷. A aprovação dos documentos do art. 133, sem restrições, pela assembleia geral ordinária, isenta de responsabilidade os administradores.

O administrador que for acionista estará impedido de aprovar as próprias contas, nos termos do § 1º do art. 134 da Lei n. 6.404/76. A única exceção ocorre quando todos os administradores da companhia também forem administradores nos termos do § 6º do mesmo artigo.

Documentos necessários para a assembleia geral ordinária que devem permanecer em poder da mesa:

- vias originais das publicações dos editais de convocação em três vias de cada jornal;
- cópias autenticadas das procurações;

- vias originais das publicações das demonstrações financeiras;
- vias originais das publicações do relatório da administração;
- vias originais do parecer dos auditores independentes;
- via protocolo das cartas de convocação e das cartas enviando os documentos do art. 133 (se houver);
- parecer do conselho fiscal, inclusive com votos dissidentes;
- documentos que embasem esclarecimentos prestados sobre as demonstrações financeiras;
- Livro Registro de Atas das Assembleias Gerais;
- Livro Registro de Presença de Acionistas;
- Livro Registro de Atas das Reuniões do Conselho de Administração (se existente);
- Livro Registro de Atas das Reuniões de Diretoria;
- Livro Registro de Ações Nominativas;
- Livro Registro de Transferência de Ações Nominativas; e
- Livro Registro de Atas e Pareceres do Conselho Fiscal.

5.8 Assembleia geral extraordinária

A assembleia geral extraordinária é a assembleia geral que delibera sobre todas as matérias que não forem objeto de assembleia geral ordinária³⁸, ou seja, todas as matérias que não constem do rol do art. 132 da Lei n. 6.404/76. Ela não possui periodicidade certa para ocorrer, devendo, assim, ocorrer sempre que os interesses sociais a justificarem.

Como já visto, as regras de convocação são basicamente as mesmas da assembleia geral ordinária, diferindo no que tange ao *quorum* de instalação.

Quanto às publicações, é de notar que, para as assembleias gerais extraordinárias, somente deve ser publicado com antecedência o edital de convocação, a menos que a companhia seja de capital aberto e que seja necessária a publicação de fato relevante, nos termos da Instrução CVM n. 358, de 3 de janeiro de 2002. Por fato relevante entenda-se qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro fato que possa influir na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta, na

decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários e na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Ademais, nos termos da Instrução CVM n. 319/99, em caso de operações de fusão, cisão e incorporação, as companhias abertas deverão enviar informações completas e documentação à CVM, às bolsas de valores e às entidades de mercado de balcão em que os valores mobiliários da companhia sejam admitidos à negociação.

O *quorum* de deliberação de uma assembleia geral extraordinária é de maioria dos presentes que possuem direito a voto, exceto no caso de serem deliberadas as matérias constantes do art. 136 da Lei n. 6.404/76. Nesses casos, o *quorum* de deliberação será de maioria absoluta, qual seja, cinquenta por cento mais um do capital votante ou no caso de transformação, em que o *quorum* deverá ser de unanimidade, nos termos do art. 221 da Lei n. 6.404/76, a menos que de outra forma previsto no Estatuto para as fechadas ou autorizada pela CVM a sua diminuição nas companhias abertas. São as matérias previstas pelo art. 136 da Lei n. 6.404/76:

- (i) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo Estatuto;
- (ii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida;
- (iii) redução do dividendo obrigatório;
- (iv) fusão da companhia, ou sua incorporação em outra;
- (v) participação em grupo de sociedades (art. 265);
- (vi) mudança do objeto da companhia;
- (vii) cessação do estado de liquidação da companhia;
- (viii) criação de partes beneficiárias;
- (ix) cisão da companhia; e
- (x) dissolução da companhia.

Após a ocorrência da assembleia geral extraordinária, sua ata deverá ser registrada e publicada, valendo as mesmas regras aplicáveis à assembleia geral ordinária.

5.9 *Quorum*

Como visto, as assembleias gerais possuem *quorum* de instalação e *quorum* de deliberação. É de notar que disposição estatutária poderá alterá-los, sendo certo que “o estatuto de companhia fechada pode aumentar o *quorum* exigido para certas deliberações, desde que especifique as matérias”³⁹. Nas companhias abertas, a CVM poderá autorizar a diminuição do *quorum* qualificado previsto pelo art. 136 da Lei n. 6.404/76. Para fins didáticos, a tabela abaixo os define e explica:

Tipo	Definição	Assembleia geral ordinária	Assembleia geral extraordinária
<i>Quorum</i> de instalação	<i>Quorum</i> necessário para que a assembleia geral validamente se instale ^{40 41 42}	25% do capital votante em 1ª convocação e qualquer número em 2ª convocação	25% do capital votante em 1ª convocação e qualquer número em 2ª convocação Se assembleia geral extraordinária com objeto de modificação estatutária: 2/3 do capital votante em 1ª convocação e qualquer número em 2ª convocação
<i>Quorum</i> ⁴³	<i>Quorum</i> necessário para a aprovação da matéria em assembleia ⁴⁴	Maioria dos presentes (a menos que diferentemente previsto no Estatuto)	Maioria dos presentes, exceção feita às matérias previstas pelo art. 136 (a menos que diferentemente previsto no Estatuto)
<i>Quorum</i> de deliberação qualificado ⁴⁵	<i>Quorum</i> majorado por previsão legal ou estatutária	Não há (a menos que diferentemente previsto no Estatuto)	50% mais 1 do capital votante para as matérias previstas no art. 136 (a menos que diferentemente previsto no Estatuto)
<i>Quorum</i> de deliberação de unanimidade	Para aprovação da deliberação há necessidade da totalidade do capital votante no mesmo sentido	Não há (a menos que diferentemente previsto no Estatuto)	Caso de transformação, a menos que disposto diferentemente no Estatuto Social

Por fim, deve ser destacado que o art. 129 da Lei n. 6.404/76 prevê que em caso de empate em uma deliberação, e caso o Estatuto não preveja procedimento arbitral ou norma diversa, nova assembleia deverá ser convocada, dessa vez com intervalo mínimo de dois meses, sendo que, se

nesta nova assembleia o empate continuar, o Poder Judiciário deverá decidir acerca da questão, salvo se os acionistas concordarem em submeter a questão a um terceiro.

5.10 Ata da assembleia geral

Conforme assevera Rubens Requião⁴⁶, “*dos trabalhos e deliberações da assembleia será lavrado um registro dos acontecimentos nela ocorridos e das decisões tomadas. Esse registro, que deve ser sucinto, porém fiel, chama-se ata*”.

A ata da assembleia, assim, nada mais é do que o resumo das formalidades e das deliberações que ocorreram durante a assembleia. É um documento particular e, como tal, faz prova plena dos atos nela transcritos no que diz respeito às relações dos acionistas entre si, entre estes e a sociedade e perante terceiros. Ela deverá ser lavrada no Livro Registro de Atas de Assembleias Gerais, e dela poderão ser tiradas certidões ou cópias para registro perante o órgão registrário competente.

Existem dois tipos de ata:

- (i) a completa, na qual todas as manifestações dos presentes são transcritas pela mesa;
- (ii) a sumária, que aponta os principais e mais relevantes fatos ocorridos durante o conclave, sendo essa forma permitida pelo art. 130 da Lei n. 6.404/76.

Desde que haja deliberação majoritária nesse sentido, a ata poderá ser lavrada sem que dela conste o inteiro teor dos protestos e representações de acionistas. Essa é a chamada ata sumária. Porém, os protestos, moções e declarações de voto ou dissidências devem ser apresentados à mesa por escrito, sendo numerados, autenticados e arquivados na sede da companhia⁴⁷.

Quando a ata não for sumária, poderá a administração publicar apenas o seu extrato. Não pode ser publicado extrato de ata sumária.

A ata deve ser lavrada, levada a registro em três vias perante a Junta Comercial do Estado em que se localize a sede da companhia e publicada após arquivamento. Não há na Lei n. 6.404/76 prazo para a publicação da ata, mas, por analogia, utiliza-se o prazo de trinta dias constante do art. 98 da Lei n. 6.404/76.

5.11 Conclusão

Conforme analisado, as assembleias gerais das companhias são órgãos máximos do exercício do poder decisório. Dessa forma, nas assembleias serão tomadas decisões que afetarão a vida e o futuro da companhia.

No entanto, devido à sua importância, as assembleias gerais das companhias devem obedecer a determinadas normas legais, sendo, então, extremamente formais, sob pena de invalidação. Dessa forma, nem toda reunião de acionistas poderá ser classificada como assembleia geral.

Tais regras abrangem, entre outros aspectos, o *quorum* de instalação, de deliberação, a convocação, a publicação prévia de documentos e a lavratura da ata da assembleia geral.

REFERÊNCIAS

ABBOTT, K. R. **Company law**. 5th edition. Guernsey: The Guernsey Press Co. Ltd., 1995.

ALMEIDA, A. P. **Sociedades comerciais**. 3. ed. Coimbra: Coimbra Editora, 2003.

BARBOSA FILHO, M. F. **Sociedade anônima atual**. São Paulo: Atlas, 2004.

BULGARELLI, W. **Manual das sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 1997.

CARVALHOSA, M. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2.

_____. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTIGLIONI, C. A. **Sociedades anónimas**. Asunción: Editorial el Constitucionalista, 1995.

COELHO, F. U. **Curso de direito comercial**. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 2.

FAZZIO Jr., W. **Manual de direito comercial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

FINKELSTEIN, M. E. **Direito empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GUERREIRO, J. A. T.; TEIXEIRA, E. L. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**. São Paulo: Bushatsky, 1979.

IRUJO, J. M. E.; VÍTOLO, D. R. *Sociedades comerciales – los administradores y los socios*. Buenos Aires: Rubinal-Culzoni Editores, 2005.

MAGNIER, V. **Droit des sociétés**. Paris: Dalloz, 2002.

MAMEDE, G. **Manual de direito empresarial**. São Paulo: Atlas, 2005.

MAMEDE, G. **Direito empresarial brasileiro**. São Paulo, Atlas, 2004. v. 2.

MONTAÑO, B. B. **Manual básico de derecho de la empresa**. 2. ed. Montevideo: Fundación de Cultura Universitaria, 2005.

MOUSSERON, P. **Droit des sociétés**. Paris: Montchrestien, 2003.

NASCIMENTO, J. P. B. Conflito de interesses no exercício do direito de voto nas sociedades anônimas (2ª parte). *In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 7, n. 25, São Paulo: RT, 2004.

NEGRÃO, R. **Manual de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2004. v. 3.

PIERCE, A. **Company law**. Brighton: Straightfoward Publishing, 2006.

REQUIÃO, R. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2005. v. 2.

ROIMISER, M. G. C. **El interés social en la sociedad anónima**. Buenos Aires: Depalma, 1979.

1 NEGRÃO, 2004, v. 3, p. 427.

2 “*Decisions concerning the company’s activities and also its future are decided in general meetings of the shareholders. This is subject to a possible devolution of power of decision making on directors.*” (Decisões referentes às atividades da sociedade e também a seu futuro são tomadas em assembleias gerais. Isso se encontra ligado a uma possível devolução do poder decisório dos diretores.) PIERCE, 2006, p. 67.

3 Arts. 115 e 117 da Lei n. 6.404/76.

4 Art. 116 da Lei n. 6.404/76.

5 REQUIÃO, 2005, v. 2, p. 167.

6 “Remanesce ainda em mãos da Assembleia Geral, sem embargo da hipertrofia dos órgãos da administração, o núcleo decisório da companhia, principalmente no que diz respeito à sua estrutura jurídica, à disciplina de suas atividades, à organização de sua vida interna e à ordenação de suas relações com o exterior; apesar da intensidade com que se apresenta o fenômeno do declínio das assembleias, não se pode negar, do ponto de vista jurídico, a soberania expressa no poder, que a lei lhe atribui, de decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia” (GUERREIRO e TEIXEIRA, 1979, p. 384).

7 As assembleias especiais reservam-se a titulares de algumas classes de ações ordinárias (quando houver) e a titulares de outros valores mobiliários, mormente os acionistas detentores de ações preferenciais.

8 “*Por tanto, el accionista de la asemblea especial debe tener en mira los intereses propios de la categoría a que pertenece, y éste es, a mi juicio, el único requisito que condiciona la validez de la decisión*” (ROIMISER, 1979, p. 125).

9 NASCIMENTO, p. 83.

10 “Finalmente, o direito à informação nas assembleias gerais consiste no direito do sócio a que lhe sejam prestadas na assembleia geral informações verdadeiras, completas e elucidativas sobre a sociedade e sociedades coligadas, que lhe permitam formar opinião fundamentada sobre os assuntos sujeitos a deliberação” (ALMEIDA, 2003, p. 85).

11 “Só existe recusa ilícita de informações quando, por um lado, a informação é necessária à formação da vontade sobre o assunto em questão e houve recusa ou, pelo menos, resposta não verdadeira, incompleta ou não elucidativa; por outro lado, necessário será que os órgãos sociais tenham à sua disposição, no decurso da assembleia geral onde o acionista pediu informações todos os elementos para darem quer a informação solicitada, quer a informação verdadeira, completa e elucidativa” (Ac. STJ de 28/02/2002 (Miranda Gusmão). Acórdão citado em ALMEIDA, 2003, p. 86).

12 “No âmbito do direito societário entende-se por voto a manifestação unilateral de vontade do acionista tendente a produzir uma decisão coletiva da sociedade. A prática

societária acolheu o voto como um instrumento através do qual o quadro de sócios poderia ser consultado a fim de definir a vontade social” (NASCIMENTO, p. 82).

[13](#) “Art. 136. (...) § 2º A Comissão de Valores Mobiliários pode autorizar a redução do *quorum* previsto neste artigo no caso de companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado, e cujas três últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de acionistas representando menos da metade das ações com direito a voto. Neste caso, a autorização da Comissão de Valores Mobiliários será mencionada nos avisos de convocação e a deliberação com *quorum* reduzido somente poderá ser adotada em terceira convocação.”

[14](#) Art. 136. É necessária a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, se maior *quorum* não for exigido pelo estatuto da companhia cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão, para deliberação sobre: (*in omissis*).”

[15](#) Acórdãos TJ-SP: 0018445, 00377555 e 00439759.

[16](#) As partes beneficiárias são títulos negociáveis, sem valor nominal e alheios ao capital social, que garantem a seus titulares direito de participação eventual não superior a 1/10 dos lucros anuais da companhia” (FAZZIO JR., 2006, p. 347).

[17](#) Este *quorum* poderá vir a ser decrescido para companhias abertas ou acrescido nas companhias fechadas.

[18](#) Irujo e Vítolo, 2005, p. 91.

[19](#) Há disposição similar no direito inglês (ABBOTT, 1995, p. 260).

[20](#) Nesse sentido, ousamos discordar de Modesto Carvalhosa, que recomenda a utilização dessa fórmula para questões de menor importância (CARVALHOSA, 2003, p. 664).

[21](#) Acórdãos TJ-SP: 00114991, 00102919, 00299533, 00114991, 00384067, 00421251, 00261571 e 00284884.

[22](#) “Tal acréscimo, de natureza excepcional, é contado da exibição dos documentos relativos às matérias a serem deliberadas, que devem ser colocados à disposição dos acionistas com o fim de que todas as decisões possam ser tomadas com o conhecimento prévio e minimamente maturado de seu conteúdo. Neste sentido, a CVM, ante a complexidade das matérias componentes da pauta da assembleia geral, intervém nas relações internas da companhia aberta, para viabilizar a atuação mais consistente dos acionistas (...)” (BARBOSA FILHO, 2004, p. 145).

[23](#) “Num segundo plano, foi criado um mecanismo de prévia intervenção fiscalizatória da CVM sobre as deliberações propostas pelos administradores à assembleia geral, diversas das enquadradas no artigo 132 e caracterizadoras de sua extraordinariedade” (BARBOSA FILHO, 2004, p. 146).

[24](#) “Portanto, deve-se entender absolutamente inconstitucional, ilegal e desde logo inaplicável o inciso II do novo parágrafo 5º do artigo 124, introduzido pela Lei n. 10.303/2001” (CARVALHOSA, 2002, p. 249).

[25](#) “Não se confunde essa espécie de convocação com a postal (...)” (CARVALHOSA, 2003, p. 660).

[26](#) “Não bastam, portanto, razões plenamente justificáveis que não se possam enquadrar no conceito de força maior, pois tal facilidade representaria instrumento de manobra para impedir o comparecimento dos acionistas” (CARVALHOSA, 2003, p. 668).

[27](#) No direito francês essa função é suprida por uma *feuille de présence* (folha de presença) (MAGNIER, 2002, p. 245).

[28](#) O art. 65 do Decreto-ley 677/01 da Argentina dispõe sobre a possibilidade de reuniões a distância. No Brasil há concordância da doutrina no sentido de que as reuniões do conselho de administração podem ser realizadas por meio eletrônico. Essa é uma decorrência da não necessidade de residência no País por parte dos conselheiros.

[29](#) “*Para votar (..) es necesario tener status socii, y, en segundo lugar, como accionista, tener el beneficio del derecho de deliberar y de decidir, y consecuentemente a votar*” (CASTIGLIONI, 1995, p. 72).

[30](#) “Ações ordinárias destinam-se àqueles que se interessam não apenas pelos resultados sociais, mas igualmente pelos assuntos pertinentes à administração da companhia” (MAMEDE, 2004, p. 421), “que confieren a sus titulares los derechos normalmente establecidos en los Estatutos y la ley” (MONTAÑO, 2005, p. 57).

[31](#) Ações preferenciais outorgando-lhes, no universo social, uma posição normalmente alheia aos assuntos administrativos, mas premiando o seu investimento e confiança no negócio com um acesso preferencial aos seus resultados (MAMEDE, 2004, p. 42), “*que confieren a sus titulares un derecho extraordinario distinto de los normales*” (MONTAÑO, 2005, p. 57).

[32](#) “O novo limite reflete a tendência a conjugar ao controle majoritário maior risco patrimonial e a desincentivar tal forma de exercício do poder na administração da sociedade por ações, onerando o controlador ou grupo de controle que deseje mantê-la” (BARBOSA FILHO, 2004, p. 45).

[33](#) Nesse sentido, BULGARELLI, 1997, p. 173.

[34](#) “*Le droit de participer aux assemblées comporte d’abord le droit pour l’associé d’y assister. Cette prerogative a été renforcée par la loi NRE du 15 mai 2001 qui a fait disparaître la faculté d’exiger dans les statuts un nombre minimal d’actions pour participer aux assemblées.*” (O direito de participar das assembleias gerais decorre do direito do sócio de assistir. Essa prerrogativa foi reforçada pela lei NRE de 15 de maio de 2001 que suprimiu a faculdade do estatuto exigir um número mínimo de ações para participar nas assembleias gerais) (MOUSSERON, 2003, p. 113).

[35](#) Há disposição similar no direito francês (MAGNIER, 2002, p. 240).

[36](#) Tabela constante de FINKELSTEIN, 2006, p. 94.

[37](#) “As decisões nas sociedades anônimas são tomadas pela assembleia geral, com base no princípio majoritário; (...)” (W. BULGARELLI. **Manual das sociedades anônimas**. São Paulo: Atlas, 1997, p. 168).

[38](#) O mesmo ocorre no direito inglês (ABBOTT, 1995, p. 261).

[39](#) MAMEDE, 2005, p. 159.

[40](#) “Para a existência válida da assembleia geral, é necessária a presença de um número mínimo de acionistas com direito de voto (*quorum* de instalação)” (COELHO, 2006, p. 204).

[41](#) “(*Quorum* de instalação) é condição de realização da assembleia” (GUERREIRO e TEIXEIRA, 1979, p. 395).

[42](#) “(*Quorum* de deliberação) é requisito de validade de suas decisões em determinadas matérias” (GUERREIRO e TEIXEIRA, 1979, p. 395).

[43](#) Nas companhias de capital fechado, o estatuto poderá aumentar esse *quorum*, desde que especifique as matérias, nos termos do art. 129 da Lei n. 6.404/76.

[44](#) “Para a existência válida da deliberação, a propositura deve contar com o apoio de um número mínimo de votos (*quorum* de deliberação)” (COELHO, 2006, p. 207).

[45](#) Nas companhias de capital fechado, o estatuto poderá aumentar esse *quorum*, desde que especifique as matérias, nos termos do art. 129 da Lei n. 6.404/76. Porém, nas companhias de capital aberto, esse *quorum* poderá vir a ser reduzido mediante autorização da CVM.

[46](#) REQUIÃO, 2005, p. 183.

[47](#) MAMEDE, 2005, p. 159.

6 AS SOCIEDADES ANÔNIMAS E AS JOINT VENTURES

Armando Rovai

Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, mestre em Direito Político e Econômico pela Universidade Mackenzie, doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, advogado em São Paulo.

6.1 Introdução

Ao ser instado a escrever um artigo sobre as sociedades anônimas e as *joint ventures*, tive a ideia de relacionar algo que englobasse tanto os aspectos que aproximam os dois temas como os que os distanciam.

Para desenvolver um trabalho com esse enfoque, buscou-se conceituar os dois institutos¹, segundo os princípios jurídicos que estão inseridos no Direito Empresarial, tanto sob o enfoque societário como no da formação do vínculo contratual.

Nesse diapasão, é possível definir as sociedades anônimas como o tipo societário destinado aos empreendimentos empresariais que envolvem, geralmente, grandes investimentos financeiros cujo objetivo é o desenvolvimento da estrutura econômica – que desencadeiam os fatores de produção, circulação, repartição e consumo – e o lucro de seus acionistas.

Já, sobre *joint ventures*, temos aí a primeira dificuldade. Qual é a sua correta definição? Será que a mera tradução, ao pé da letra, desse binômio nos serviria de apoio?² Pois bem. Vamos iniciar trazendo a tradução que uma parte da doutrina contempla: “aventura conjunta”. Essa definição, quase que uma tradução literal da expressão alienígena, vem de sua origem

histórica, quando grandes empreendimentos eram entabulados, mesmo considerando os seus riscos inerentes.

6.2 Da *joint venture*

Encontramos, pois, no aspecto histórico, a primeira convergência entre os temas, ou seja, a origem de ambos os institutos. Historicamente, é possível encontrar relatos de que a origem das sociedades anônimas remonta ao ano de 1409, na fundação da “Banca di San Giorgio di Genova”. De todo modo, segundo o que assevera Amador Paes de Almeida:

“Todavia, se dúvidas subsistem quanto à origem da sociedade anônima, são unânimes em afirmar os autores que sua manifestação definitiva se deu com as companhias colonizadoras, que alcançaram grande repercussão sobretudo na Holanda, com a Companhia das Índias Orientais, criada em 1602, e a Companhia das Índias Ocidentais, fundada em 162”³.

As *joint ventures*, por seu turno, também de acordo com alguns historiadores, pode ter sua origem nas expedições do final da Era Medieval e início do período que conhecemos como Renascimento – terminologicamente, segundo a tecnologia das ciências econômicas designado como Metalismo –, que buscavam o transporte de metais preciosos localizados em outras terras. Seria, efetivamente, a realização de uma aventura considerando os riscos, os perigos e as dificuldades inerentes a essas operações marítimas, sempre com o propósito de lucro.

Bem, do ponto de vista estritamente jurídico, as *joint ventures* surgiram nos Estados Unidos a fim de dar maior movimento às relações comerciais. É interessante dizer que foram as sucessivas decisões dos Tribunais americanos – através da jurisprudência em vários casos sobre associações mercantis – que iniciaram os contornos desse instituto jurídico.

Com o tempo, a doutrina jurídica americana e europeia passou a acatar essa forma de associação designada como *joint venture*, hoje aceita em

todos os países. Cumpre observar, portanto, que a expressão *joint venture* passou a caracterizar um acordo empresarial com caráter associativo, ou seja, a entabulação entre duas ou mais sociedades, formalizando-se societariamente ou não.

Saliente-se, atualmente, a expressão *joint venture* abarca tanto a formação de sociedades como as relações contratuais que envolvem as espécies de parcerias.

Ademais, de acordo com o que já se disse acima, existem autores que preferem a expressão *empresas conjuntas*, como forma de indicar o vínculo que nasce a partir da parceria entabulada entre duas ou mais empresas.

6.3 Das sociedades anônimas

Retornando às relações sinérgicas que os temas *sociedades anônimas e as joint ventures* podem ter – em comum –, vislumbramos a hipótese de tratar da associação de duas ou mais companhias para a realização de um negócio que será efetuado conjuntamente. É bem verdade que do ponto de vista conceitual qualquer associação entre sociedades – não importando o tipo escolhido – também poderia ser englobada para a entabulação de uma *joint venture*, efetivando-se, para tanto, uma parceria para a consecução de algo em conjunto.

Essa simbiose entre as sociedades se presta para melhor realização do negócio pretendido, porque sem ela, na maioria das vezes, o aludido negócio não se efetuará. Geralmente, o assunto é tratado a partir da celebração de um ajuste de interesses, uma espécie de contrato preliminar onde os envolvidos fixam um plano específico para realização dos seus planos.

Esse ajuste de interesses definirá se a *joint venture* será *corporate – societária – ou não societária*. Nesse momento, portanto, é que será estipulada ou não a criação de uma sociedade e as demais regras de seu funcionamento.

Vale esclarecer que *joint venture* não societária consiste na associação entre dois ou mais interessados para a realização de um escopo comum, sendo que essa união é regulamentada por um contrato básico e outros

tantos contratos ramificados que seja entendido como necessário para a consecução dos negócios objetivados. Inexiste, nesses casos, a constituição de uma sociedade, como ocorre na *joint venture societária*.

Já, quando as partes unem seus interesses em torno de uma *joint venture societária*, decide-se a união de suas respectivas capacidades em torno da constituição de uma nova sociedade. Para o desenvolvimento de nosso trabalho, de uma nova *companhia (sociedade anônima)*. Isso quer dizer que, além de firmar o contrato básico de associação, elas decidem formar uma sociedade anônima exclusiva para o cumprimento do plano de associação.

Dessa forma, a constituição de uma *sociedade anônima* formada por duas ou mais sociedades, nacionais ou estrangeiras (na maioria dos casos estrangeiras), é uma espécie de *joint venture societária*⁴, a qual tem o propósito de criar um vínculo societário para a diminuição de custos, maior automação, trocas de tecnologia, viabilização e maior inserção no mercado de consumo e, conseqüentemente, maiores lucros.

Já se ressaltou que os grandes empreendimentos fazem parte do rol das características das sociedades anônimas – fato que entrelaça e delinea a constituição também de uma *joint venture*. Destarte, buscando pontos comuns entre os temas propostos, vejamos, especificamente, as principais características das sociedades anônimas e suas especificidades quando da constituição de uma *joint venture*.

As sociedades anônimas, na maioria significativa dos casos, possui um mínimo de dois acionistas e o capital dividido em ações que, via de regra, representa a menor fração do capital social.

A rigor, quando se trata de ações de sociedade anônima, não é possível deixar de lado os demais títulos também emitidos pelas companhias, os quais conferem créditos aos seus titulares. São eles: partes beneficiárias (art. 46), debêntures (art. 52) e bônus de subscrição (art. 78).

Ainda, como elemento fundamental da companhia, é necessário tecer o conceito de acionista, como aquele que é titular de ações, possuindo direitos e deveres, de acordo com a espécie das ações de que for detentor.

Finalmente, no que toca à instrumentalidade das sociedades anônimas, é relevante enumerar e conceituar os órgãos sociais da companhia, quais

sejam: assembleia geral, conselho de administração, conselho fiscal e diretoria.

Pois bem, é importante deixar claro que cada um dos quatro órgãos sociais referidos possui complexidades próprias e uma operacionalização específica, o que será relevante para definir a sistemática administrativa da nova sociedade constituída – *in casu*, a *joint venture*.

6.4 Da estruturação das sociedades anônimas

Para melhor compreensão, tratemos da estrutura societária da companhia, posicionando os órgãos sociais de acordo com suas atribuições e competências.

O ponto que primeiro interessa, em se falando de órgãos sociais das sociedades anônimas, com incidência total à complexidade de comando acionário, diz respeito às assembleias.

Dentro da sistemática jurídica, temos que assembleia tem o significado de reunião. Mas, a rigor, não se pode dar essa denominação de assembleia a qualquer reunião. É necessário que as pessoas que a vão compor possuam igualdade ou semelhança de situação, estejam ligadas pelo mesmo interesse ou por identidade de funções, e que tenham sido previamente convocadas para deliberar ou resolver sobre determinadas questões segundo as regras ou formalidades estatuídas para esse fim.

Especificamente, no âmbito das sociedades anônimas, a assembleia indica sempre a reunião dos acionistas, previamente convocados, segundo as regras estatutárias ou contratuais, para deliberar sobre o objeto da convocação (por se tratar de sociedades anônimas, sempre estatutárias).

Em nosso direito, conceitualmente, a “assembleia geral” pode ser definida como o órgão de deliberação máximo da sociedade, que pode realizar-se de modo ordinário (uma vez ao ano, para apreciar várias questões de rotina, previstas na legislação e no estatuto) ou extraordinário (realizando-se mediante convocação, sempre que necessário, para deliberar sobre assuntos de natureza eventual, porém importantes, como a reforma de estatutos, criação de ações, mudança de objeto, dissolução, participação em

grupo de sociedades etc. – dependendo do assunto, exige-se *quorum* qualificado para a deliberação).

A assembleia geral, como órgão supremo da sociedade, tem poderes para resolver sobre todos os negócios sociais e para tomar as decisões que julgar convenientes à defesa da sociedade e ao desenvolvimento de suas operações. Como competência privativa da assembleia geral, figuram os poderes de:

- a) eleger ou destituir os administradores e fiscais da companhia;
- b) tomar anualmente as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas;
- c) autorizar a emissão de debêntures;
- d) suspender os direitos do acionista;
- e) reformar o estatuto;
- f) deliberar sobre a avaliação dos bens com que o acionista concorre para a formação do capital social;
- g) autorizar a emissão de partes beneficiárias;
- h) deliberar sobre a fusão, a incorporação, a cisão, a dissolução e a liquidação da sociedade, elegendo e destituindo o liquidante, e julgar-lhe as contas;
- i) autorizar os administradores a confessar a falência da sociedade e a propor concordata.

As assembleias serão instrumentalizadas em atas, que, por sua vez, deverão ser arquivadas perante o órgão responsável pela execução do registro público mercantil – Junta Comercial –, e publicadas na imprensa.

Especificamente para a constituição de sociedades anônimas cujos acionistas representam os interesses de empresas que pretendem maior lucratividade por meio dessa união – leia-se parceria societária (*joint ventures*) –, a assembleia deverá instalar-se em primeira convocação, com a presença de subscritores que representem, pelo menos, metade do capital social, e, em segunda convocação, com qualquer número.

Observadas as formalidades legais e não havendo resistência de subscritores que representem mais da metade do capital social, o presidente da assembleia geral de constituição declarará constituída a nova companhia, resultado de uma *joint venture* societária.

É oportuno dizer que, para deferimento pela Junta Comercial da assembleia que se destina à constituição da sociedade anônima, é necessária a juntada da relação completa dos subscritores do capital social, ou lista, boletins, carta de subscrição; recibo do depósito bancário da parte do capital realizado em dinheiro (é exigido depósito de, no mínimo, 10% do capital subscrito em dinheiro); a ata de eleição de peritos ou de empresa especializada, na presunção de realização em bens; a ata de deliberação sobre laudo de avaliação dos bens, se não incluída a deliberação na ata de constituição, acompanhada do laudo; as folhas do Diário Oficial e do jornal particular que publicaram o anúncio convocatório da assembleia de constituição e das assembleias preliminares, quando for o caso.

No mesmo diapasão, a ata da assembleia que será levada a registro indicará, obrigatoriamente, o local, hora, dia, mês e ano de sua realização; a composição da mesa: nome completo do presidente e do secretário; o *quorum* de instalação; as publicações do edital de convocação, salvo no caso da presença de todos os subscritores, que torna dispensáveis as publicações (a indicação dos jornais – Diário Oficial e jornal particular – que publicaram o edital, por três vezes, mencionando, ainda, as datas e os números das folhas/páginas, torna desnecessária a apresentação à Junta Comercial dos originais dos jornais para arquivamento/anotação);

A ordem do dia constante da ata de assembleia de constituição de sociedade anônima deve conter as deliberações, entre elas, pelo menos: a avaliação dos bens, se for o caso, com a nomeação dos peritos ou de empresa especializada e a deliberação a respeito, desde que essas formalidades sejam tomadas na própria assembleia de constituição e aprovação do estatuto.

É importante que se diga que, no caso de a ata da assembleia para constituição aprovar a incorporação de bens, deverá ela identificá-los com precisão ou poderá descrevê-los sumariamente, desde que seja suplementada por declaração assinada pelo subscritor, contendo todas as

informações necessárias para a transcrição no registro de imóvel, observando-se a presença obrigatória dos peritos na assembleia.

A ata será assinada por todos os subscritores ou por quantos forem necessários à validade das deliberações (se a ata incluir a transcrição do estatuto, será assinada por todos os subscritores, uma vez que o Estatuto Social tem de ser assinado por todos os subscritores do capital social – o Estatuto conterà o visto de advogado, com a indicação do nome e número de registro na Ordem dos Advogados do Brasil).

Saliente-se que a aludida ata não poderá conter emendas, rasuras, e deve trazer a assinatura das partes. Diga-se de passagem que, para a constituição de uma *joint venture* societária, seja do tipo sociedade anônima ou limitada, alguns requisitos são obrigatórios. Desse modo, vale trazer à baila o que diz o Professor Fábio Ulhoa Coelho:

“*Joint Venture*. Nesse caso de ligação, normalmente, aproximam-se duas ou mais sociedades sediadas em países diversos, para a exploração em conjunto de uma atividade empresarial, com ou sem a criação de uma nova sociedade jurídica. A *Joint Venture* pode se exteriorizar, no direito brasileiro, dependendo dos termos em que é estabelecida, por um ou mais negócios jurídicos, como por exemplo: acordo associativo, de acionistas, contrato de sociedade, consórcio e etc. (Farina, 1993:748/749)”⁵.

Percebe-se, portanto, que a constituição de uma *joint venture* societária, conforme se exemplificou, não se limita a mero aporte de capital estrangeiro – na maioria das vezes – em uma companhia nacional. O intuito de uma *joint venture* é da maior importância, e o seu risco é bastante majorado. Oportuno registrar que, conforme definido pelo Professor Fábio Ulhoa Coelho, as sociedades poderão formar um vínculo de controle ou uma espécie de coligação, como subsidiária integral, grupos ou consórcios.

6.5 Das relações econômicas

É cediço que o desenvolvimento das relações econômicas, por consequência, aumentou o comércio entre diversos países, permitindo maior fluxo de bens e serviços. Os responsáveis pela produção e circulação desses bens e serviços tornaram-se obrigados a se moldar a um mercado mais veloz e exponencialmente mais feroz em termos de competitividade. Isso quer dizer que, para acompanhar a dinamização das relações econômicas internacionais, as empresas tiveram de encontrar maneiras de aumentar seu poder tecnológico e sua logística, atuando muitas vezes, necessariamente, em países distantes de suas respectivas sedes, com leis e costumes diferentes.

Mas não foi somente nas relações econômicas que os operadores dessa nova realidade empresarial tiveram de se adaptar. No âmbito das formalidades legais para inscrição de uma *joint venture* societária, determinadas regras precisam ser verificadas. Assim, vejamos no Brasil, por exemplo.

De acordo com os termos dispostos na Lei n. 8.977, de 6 de janeiro de 1995, art. 7º, I e II, “empresa de Serviço de TV a Cabo deverá ter sede no Brasil e cinquenta e um por cento de seu capital votante deverá pertencer a brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, ou a sociedades com sede no país, cujo controle pertença a brasileiros natos ou naturalizados”.

Pois bem; conforme se depreende do parágrafo acima, existem exemplos de impedimentos impostos pela legislação brasileira no que tange à participação de sociedades estrangeiras no quadro societário de empresas aqui constituídas.

Também, nesse mesmo sentido, é possível encontrarmos restrições à participação de estrangeiros em sociedades de mineração, de energia hidráulica, de transportes rodoviários de cargas, de assistência à saúde, de navegação e cabotagem e de empresas jornalísticas e de radiodifusão.

No entanto, não obstante as restrições mencionadas, há possibilidade de encontrarmos condições de participação de sociedades estrangeiras em sociedades empresariais nacionais, materializando, assim, um exemplo do que seria uma verdadeira *joint venture* societária, bastando para isso o atento e estrito cumprimento das normas constantes na Constituição Federal, na Lei de Sociedade Anônima e, principalmente, na Instrução

Normativa n. 76, expedida pelo DNRC, Departamento Nacional do Registro do Comércio.

6.6 Das formalidades da *joint venture* societária

As instruções normativas, conforme é cediço, juntamente com a Lei n. 8.934/94 e o Decreto n. 1.800, de 30 de janeiro 1996, incumbem-se de regulamentar os atos relativos ao registro público mercantil e atividades afins.

Especificamente a Instrução Normativa n. 76, que foi expedida com o escopo de atualizar, uniformizar e, principalmente, simplificar o acesso às normas de atos de empresas de que participem estrangeiros, enumera alguns itens que obrigatoriamente devem fazer parte integrante da relação de requisitos para se efetuar regularmente o contrato de *joint venture* societária na qual seus sócios sejam de sociedades estrangeiras. Assim, vejamos: deve-se juntar cópias autenticadas dos documentos que comprovam a existência da empresa no seu país de origem.

Não se pode deixar de aduzir, no que toca ao item anterior, ao disposto no *caput* do art. 2º da Instrução Normativa n. 76, que, em casos de participação de estrangeiros em sociedades constituídas em nosso território, é obrigatório o arquivamento no órgão responsável pela execução do Registro Público Mercantil de procuração específica, outorgada ao seu representante no Brasil, com poderes para receber citação judicial em ações contra ela propostas, fundamentadas na legislação que rege o respectivo tipo societário.

Esclarece-se que a pessoa física representante da sociedade estrangeira é obrigada a apresentar fotocópia autenticada do documento de identidade e a pessoa jurídica, especificamente, de prova de sua existência legal, nos termos da legislação de seu país de origem.

Os documentos oriundos do exterior, obrigatoriamente, deverão ser autenticados ou visados por autoridade consular brasileira, conforme o caso, no país de origem, devendo tais documentos ser acompanhados de tradução efetuada por tradutor matriculado em qualquer Junta Comercial do País.

Caso as sociedades estrangeiras sócias possuam representantes estrangeiros, portanto, domiciliados no exterior, poderão firmar a procuração, por instrumento particular ou público, caso esteja de passagem pelo Brasil.

Por fim, a instrução aborda a necessidade de o administrador da nova sociedade constituída residir no Brasil. A legislação, destarte, possibilita a inserção de estrangeiros na participação societária de empresas constituídas em nosso país, desde que atendidos os requisitos expostos; excetuam-se, porém, algumas empresas, que, pela própria natureza de seu objetivo social, estão impedidas de possuir em seus respectivos quadros sociais pessoas físicas ou jurídicas estrangeiras. Assim, citamos:

a) É vedada a participação direta ou indireta de empresas ou capitais estrangeiros na assistência à saúde, salvo por meio de doações de organismos internacionais vinculados à Organização das Nações Unidas, de entidades de Cooperação técnica e de Financiamento e Empréstimos – Constituição da República de 1988: art. 199, § 3º, e Lei n. 8.080, de 19 de setembro de 1990, art. 23 e parágrafos.

b) Somente brasileiro poderá ser titular de firma mercantil individual de navegação de cabotagem. Tratando-se de sociedade mercantil, cinquenta por cento mais uma quota ou ação, no mínimo, deverão pertencer a brasileiros. Em qualquer caso, a administração deverá ser constituída com a maioria de brasileiros, ou a brasileiros deverão ser delegados todos os poderes de gerência – Constituição da República de 1988: art. 178, parágrafo único; EC n. 7/95 e Decreto-lei n. 2.784, de 20 de novembro de 1940: art. 1º, alíneas *a* e *b*, e art. 2º.

c) As empresas jornalísticas e as empresas de radiodifusão sonora e de sons e imagens deverão ser de propriedade privativa de brasileiros natos ou naturalizados há mais de dez anos, aos quais caberá a responsabilidade por sua administração e orientação intelectual. É vedada a participação de pessoa jurídica no capital social, exceto a de partido político e de sociedade cujo capital pertença exclusiva e nominalmente a brasileiros. Tal participação só se efetuará através de capital sem direito a voto e não poderá exceder a trinta por cento do capital. Tratando-se de estrangeiro de nacionalidade portuguesa, segundo o Estatuto de Igualdade, são vedadas a responsabilidade e a orientação intelectual e administrativa, em empresas

jornalísticas e empresas de radiodifusão sonora e de sons e imagens – Constituição da República de 1988: art. 12, § 1º, e 222 e parágrafos; Decreto n. 70.436, de 18 de abril de 1972, art. 14, § 2º, inciso I.

d) A pesquisa e a lavra de recursos minerais e o aproveitamento dos potenciais de energia hidráulica somente poderão ser efetuados mediante autorização ou concessão da União, no interesse nacional, por brasileiros ou empresa constituída sob as leis brasileiras e que tenha sua sede e administração no País.

e) A exploração do transporte rodoviário de carga é privativa de transportadores autônomos brasileiros, ou a estes equiparados por lei ou convenção, e de pessoas jurídicas que tenham sede no Brasil. Pelo menos quatro quintos do capital social com direito a voto deverão pertencer a brasileiros, e a direção e administração caberá exclusivamente a brasileiros. Havendo sócio estrangeiro, a pessoa jurídica será obrigatoriamente organizada sob a forma de tratamento especial ao sócio estrangeiro, além das garantias normais previstas em lei para proteção dos interesses dos acionistas minoritários – Constituição da República de 1988: arts. 22, VII, 178, EC n. 7/95; e Lei n. 6.813, de 10 de julho de 1980: art. 1º, I a III, §§ 1º e 2º.

f) O estrangeiro somente poderá ser administrador, com visto permanente, e membro de conselho fiscal de sociedade anônima se residir no Brasil. A subsidiária integral terá como único acionista sociedade brasileira. Tratando-se de grupo de sociedades, a sociedade controladora, ou de comando do grupo, deverá ser brasileira – Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com a nova redação dada pela Lei n. 9.457, de 5 de maio de 1997: arts. 146, 162, 251 e 164, § 1º.

Dessa forma, no planejamento e estruturação de uma *joint venture societária* é necessário muito cuidado com as disposições que formarão a base que estabelecerá o contrato dessa futura sociedade anônima. Deve-se observar a negociação que será firmada entre os interessados e os termos que estarão estabelecidos no ato de constituição da companhia.

Uma das etapas a serem observadas com muita cautela e zelo é o processo de negociação das partes, uma vez que será feita nesse momento a identificação das intenções para estabelecer o contrato, conhecendo melhor as partes envolvidas no processo de constituição societária. É nesse

momento, destarte, que será estabelecida a forma de estruturação da sociedade anônima, e, por isso, é necessário o auxílio de profissionais com amplos conhecimentos sobre o assunto.

Quando dois ou mais associados decidem constituir uma companhia – *joint venture* societária –, é necessário estabelecer um contrato que disporá sobre todos os principais pontos normativos e reguladores da relação ora firmada. Trata-se da celebração do chamado *acordo-básico*, conforme já se disse neste trabalho.

Nesse contrato (acordo básico) serão encontrados e conseqüentemente tratados os pontos mais importantes e relevantes da *joint venture*. São eles: 1) i) devem constar os objetivos pretendidos; ii) os direitos e obrigações; iii) as regras administrativas; 2) i) os instrumentos contratuais oriundos do contrato básico expõem *nuanças*, como, por exemplo, os objetos de constituição da pessoa jurídica (estruturando-se conforme o tipo societário escolhido – *in casu*, sociedade anônima).

No preâmbulo do acordo básico, é necessária a qualificação dos associados, de forma minuciosa, pois é na qualificação que é feita a identificação legal das partes. Deverá constar a denominação comercial de cada uma das sociedades, informações sobre seus respectivos representantes legais, o endereço da sede, entre outras informações fundamentais.

O segundo passo é a definição do objeto da futura companhia – esse objeto deve ser específico, lícito e compatível com as normas do local onde se pretenda constituir a companhia. A finalidade da união deve ser explicada de forma detalhada.

É bom que se diga que na formação da companhia deve-se determinar qual será o local de sua constituição, em conformidade com o objetivo do projeto e com o país que melhor conceda eventuais benefícios na implantação da *joint venture societária*. Para tanto, deve-se, também, analisar a legislação tributária, bem como qual será o capital social – seja em moedas ou máquinas – para realizar o projeto pretendido.

Com as informações fundamentais para o planejamento de uma *joint venture societária*, é necessário, ainda, verificar outros pontos, de certa maneira secundários, porém de grande importância para a sociedade que se pretende instalar.

O prazo de duração da sociedade, segundo a legislação pátria, não pode deixar de ser mencionado. As partes devem considerar um tempo-limite de parceria; esse prazo pode ser por tempo determinado ou não.

É de bom-tom esclarecer que as partes devem prever no acordo-mãe possíveis modificações das cláusulas iniciais e a forma como essa eventual alteração poderá ser feita. Esclarece-se, também, que deve ser indicado como serão sanadas as possíveis questões conflituosas, que certamente surgirão por conta de sua operacionalização.

A forma como serão entabulados futuros contatos entre as partes contratantes, e para qual endereço elas devem ser enviadas, também não podem deixar de aparecer no acordo básico.

Essa observação é importante para que nenhuma das partes alegue que não teve conhecimento ou que não recebeu qualquer tipo de correspondência. Outro ponto de grande preponderância que deve ser estabelecido no contrato é o idioma a ser utilizado e considerado oficial entre os contratantes, pois, caso haja algum tipo de polêmica entre as partes, e se elas forem de nacionalidades distintas, o idioma que será levado em conta no auxílio de uma conciliação já estará predeterminado.

Os acordos oriundos dos contratos-satélites apenas serão definidos depois que as disposições do acordo básico forem estipuladas. Nesses instrumentos serão abarcados temas para o desenvolvimento das *joint ventures*, como questões ligadas à logística, à infra-estrutura, aos meios de produção, circulação, repartição e consumo. Cumpre salientar que esses instrumentos somente serão entabulados depois de devidamente subscrito o acordo básico.

6.7 Da multidisciplinaridade

Percebe-se, portanto, que o assunto *joint venture* interessa tanto à tecnologia do Direito como a outras tecnologias do conhecimento humano – em especial da administração e da Economia. Nesse diapasão, vale tratar o tema sociedades anônimas e *joint ventures* sob o prisma das atividades econômicas, no qual as relações comerciais internacionais se

intensificaram, facilitando a troca de bens e serviços entre os diferentes países.

Os responsáveis pelo processo de produção, circulação e repartição desses mencionados bens ou serviços foram obrigados a se adequar à nova realidade, ou seja, muitas sociedades tiveram de encontrar formas específicas para se adaptar ao novo mercado, lançando mão da tecnologia para a busca do necessário aumento de consumo de seus produtos. A constituição de *joint ventures*, dessa forma, foi uma das alternativas encontradas.

É claro que o principal objetivo da fusão de interesses que compreende a *joint venture* societária é a tentativa de maior obtenção de lucros, por meio da união de esforços e responsabilidades para atingir novos mercados. Essa convergência de interesses visa ampliar a base econômica da nova sociedade constituída, com estratégias de expansão e diversificação.

O surgimento de *joint ventures*, portanto, na forma de companhias, permitiu a união de empresas devidamente estabelecidas em diversos lugares do Planeta para que pudessem desenvolver em conjunto processos específicos como distribuição e logística, ampliando o mercado consumidor em que estão inseridas suas atividades econômicas.

Adentrar novos mercados pode significar a exportação de produtos para outros países. Nesse caso, a constituição de uma *joint venture* na forma de uma sociedade anônima facilitaria a entrada de bens e serviços no país em que houvesse interesse de expansão mercadológica.

Além disso, existem diversos incentivos para sociedades que tenham essa pretensão. Ademais, a constituição de uma *joint venture*, na forma de uma sociedade anônima, permite o ganho desses benefícios. Isso explica o interesse crescente na formação desse tipo de sociedades para disseminar diversos tipos de atividades ao redor do mundo.

As *joint ventures* na forma de sociedades anônimas, em suma, podem ser compreendidas como um projeto de médio ou longo prazo, cujo objetivo é a convergência de interesses entre uma sociedade que detenha determinado *know-how*, em termos produtivos ou de logística, e, de outra, detentora de capital.

Porém, a difícil convivência entre as sociedades interessadas na constituição de uma *joint venture* pode ser uma das principais dificuldades

enfrentadas. Por essa e outras razões é necessário um estudo aprofundado e detalhado dos riscos, observando o futuro mercado em que a *joint venture* societária, sociedade anônima, pretende inserir-se, a possibilidade de financiamento de linhas de crédito e a origem desses benefícios. A análise político-financeira e econômica do país em que a *joint venture* pretende instalar-se, como índices de inflação, bolsa de valores, a influência de fatores externos e, efetivamente, o estudo da moeda podem ser úteis na implantação da futura sociedade anônima, impactando, portanto, diretamente na produção e no desenvolvimento da sociedade.

No Brasil, como na maioria dos países, não existem disposições legais que regulamentem o funcionamento das *joint ventures* não societárias. Nesse sentido, por curiosidade, vale ressaltar que a China, recentemente, incluiu no seu ordenamento jurídico regras específicas sobre a constituição de *joint venture*. A ausência dessa regulamentação não impede esse tipo de sociedade, uma vez que é possível trabalhar com a sua noção econômica e empresarial. Todavia, tratando-se de *joint venture* societária, principalmente no caso de sociedade anônima estabelecida no Brasil, deverá ela possuir uma estrutura empresarial formada em território brasileiro, sob as condições insertas na legislação societária própria.

6.8 Conclusão

É oportuno indicar que no decorrer deste trabalho se verificou uma interessante forma híbrida de contextualizar a figura jurídica da *joint venture*, dada a forma societária ou não que lhe é possível constituir. Em outras palavras, o aludido hibridismo se reflete na forma como seria possível inserir a temática, tanto num contexto societário, com regras próprias e específicas, como num contexto a ser analisado na seara dos contratos mercantis, efetivamente representado por entabulações entre sociedades empresárias, para expandir seus respectivos mercados e aumentar seus lucros.

Portanto, poder-se-ia definir *joint venture* como a associação de duas ou mais pessoas jurídicas que partem para uma empreitada empresarial. A *joint venture* é constituída mediante instrumento contratual, onde as partes

buscam formar ou não uma nova entidade, quer dizer, com personalidade jurídica ou não, a fim de desenvolver determinada atividade econômica.

Efetivamente, assim, dependendo da formatação escolhida para a formação da *joint venture*, duas formas podem ser assumidas: sociedade ou corporação⁶ – esta última em evidente contrato de parceria.

Ao se escolher constituir uma *joint venture* societária, do tipo sociedade anônima, tem-se como viável a presença de acionistas, possivelmente locais, com uma já existente rede de distribuição estabelecida e consolidada, reputação, *know-how*, capacidade administrativa, capital e outras vantagens comerciais e mercadológicas.

É extremamente importante que os interessados em constituir uma *joint venture* societária do tipo sociedade anônima investiguem e confirmem as contribuições que os eventuais futuros sócios têm a oferecer. Além disso, para que a *joint venture* funcione é necessário haver compatibilidades administrativas entre os sócios. Basicamente, a administração da sociedade anônima é feita pela diretoria da companhia – nas pessoas de executivos, que podem ser ou não acionistas.

A aludida compatibilidade administrativa entre os sócios, aduzida a uma efetiva dose de boa-fé, é o fator determinante para o sucesso ou fracasso da *joint venture*. Diferenças desproporcionais entre os tamanhos dos parceiros, também, podem significar que um dos sócios possa comprometer uma porção maior de suas ações à sociedade. Certamente isso afetará e complicará o comportamento de cada sócio. Por isso, a fim de evitar futuras brigas societárias, é imprescindível que os sócios tenham filosofias comerciais, negociais e econômicas semelhantes.

Isto posto, considerando que se tentou expor neste trabalho os principais pontos polêmicos e as inovações trazidas pelo tema “sociedades anônimas e as *joint ventures*”, no que toca à sua formalização, no âmbito jurídico ou administrativo, conclui-se que é essencial, para melhor entendimento do tema, um estudo multifacetado e interdisciplinar do implemento das relações societárias e seu efetivo impacto no mundo dominado pelas relações econômicas, exponencialmente dinâmicas, na era da globalização.

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, Nelson. **Sociedade por quotas de responsabilidade limitada**. 5. ed. São Paulo: RT, 1995.
- ALMEIDA, Amador Paes de. **Manual das sociedades comerciais**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1987.
- _____. **Direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2004.
- ALMEIDA, Marcelo Manhães de; ROVAI, Armando Luiz. **Registro mercantil**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.
- ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de. **Abuso do direito e concorrência desleal**. São Paulo: Quartier Latin, 2004.
- _____. (Coord.). **Aspectos jurídicos da sociedade limitada**. São Paulo: Quartier Latin, 2004.
- BAPTISTA, Luiz Olavo. Arbitragem e contratos internacionais: a proteção da parte mais fraca. *In*: PUCCI, Adriana Noemi (Coord.). **Arbitragem comercial internacional**. São Paulo: LTr, 1998.
- _____. Inserção das normas do Mercosul no direito brasileiro. *In*: BAPTISTA, Luiz Olavo; FONSECA, José Roberto Franco da (Coords.). **O direito internacional no terceiro milênio: estudos em homenagem a Vicente Marotta Rangel**. São Paulo: LTr, 1998.
- _____. Impacto do Mercosul sobre o sistema legislativo brasileiro. *In*: BAPTISTA, Luiz Olavo; MERCADANTE, Araminta de Azevedo; CASELLA, Paulo Borba (Orgs.). **Mercosul: das negociações à implantação**. 2. ed. rev. São Paulo: LTr, 1998. p. 17-30.
- _____. **Investimentos internacionais no direito comparado e brasileiro**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.
- _____. Impacto do Mercosul sobre o sistema legislativo brasileiro. *In*: BAPTISTA, Luiz Olavo; MERCADANTE, Araminta de Azevedo; CASELLA, Paulo Borba (Orgs.). **Mercosul: das negociações à implantação**. 2. ed. rev. São Paulo: LTr, 1998.
- BASSO, Maristela. **Contratos internacionais do comércio: negociação, conclusão e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.
- _____. O direito de empresa na nova ordem econômica internacional: princípios de direito internacional público, direito internacional privado e

direito internacional tributário. *In*: BAPTISTA, Luiz Olavo; FONSECA, José Roberto Franco da (Coords.). **O direito internacional no terceiro milênio: estudos em homenagem a Vicente Marotta Rangel**. São Paulo: LTr, 1998. p. 120-151.

_____. **“Joint ventures”**: manual prático das associações empresariais. 2. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 1998.

_____. O Mercosul e a União Europeia. **Revista de Direito do Mercosul = Revista de Derecho del Mercosur**, Buenos Aires, v. 2, n. 2, p. 21-35, 1998.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.

BORGES, João Eunápio. **Curso de direito comercial terrestre**. 5. ed. São Paulo: (s.e.), 1971.

CARVALHO DE MENDONÇA, Jose Xavier. **Tratado de direito commercial brasileiro**. São Paulo: Duprat & Comp., 1914. v. 3.

_____. **Tratado de direito comercial brasileiro**. 3. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1937. v. 1.

_____. **Tratado de direito comercial brasileiro**. Campinas: Bookseller, 2001.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários ao Código Civil**. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13.

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTICLIONI, Carmelo A. **Sociedades anónimas designación de directores: implicancia constitucional en la designación de directores. Concordancias de suas disposiciones**. Buenos Aires: Editorial el Constitucionalista, 1995.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial; direito de empresa**. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 2.

DE PLÁCIDO E SILVA. **Vocabulário jurídico**. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

DIÁRIO OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. Gratuidade de certidão – parecer do DNRC, 5 fev. 2002.

FIGUEIREDO, Marcelo. **Teoria geral do Estado**. São Paulo: Atlas, 2001.

- . **Probidade administrativa**. São Paulo: Malheiros, 2004.
- FINKELSTEIN, Cláudio. **O processo de formação de mercado de blocos**. São Paulo: IOB/Thomson, 2003.
- FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Direito empresarial**. São Paulo: Atlas, 2005, v. 20 (Série Leituras Jurídicas).
- GABRIELLI, Enrico; ORESTANO, Andréa. **Contrati del consumatore**. Torino: Utet, 2000.
- GUERRA, Maria Ema Bacelar A. **Código de Registro Comercial anotado**. 3. ed. atualizada. Coimbra: Ed. Coimbra, 2001.
- GUERREIRO, J. A. MOUTEIRA. **Noções de direito registral (predial e comercial)**. Coimbra: Ed. Coimbra, 1994.
- IMPrensa OFICIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. Assentamentos dos usos e costumes das praças do Estado de São Paulo, 1943.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Exclusão extrajudicial de sócio em sociedade por quotas. **Revista de Direito Mercantil**, n. 100, p. 85-97.
- LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Participação de sociedade estrangeira em sociedade por cotas de responsabilidade limitada. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 25, 1986.
- MAGNIER, Véronique. **Droit des sociétés**. Paris: Dalloz, 2002.
- MARCONDES, Silvio. **Apostila de direito comercial**. C.A. XI de Agosto, 3º ano, 1957.
- MARIANI, Frederico; PALERMO, Maria Tereza. **Camere di commercio: organi, personale, contabilità, controlli, funzioni e relazioni internazionali delle camere di commercio**. Napoli: Edizioni Giuridiche Simone, 1999.
- MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial**. 8. ed. São Paulo: Forense, 1981.
- MARTINS, José Pedro Fazenda. **Os efeitos do registro e das publicações obrigatórias**. Portugal: Lex Edições Jurídicas, 1994.
- MASCHERONI, Fernando H.; COUSO, Juan C.; MUGUILLO, Roberto A. **El socio: derechos y obligaciones**. Buenos Aires: Ediciones Interoceánicas/Distribuye Ediciones Contabilidad Moderna, 1989.

MATOS, Albino. **Constituição de sociedades: teoria e prática; formulário**. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2001.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial: composição das Juntas Comerciais**. São Paulo: Saraiva, 1971.

_____. **Curso de direito comercial: registro público de interesse dos empresários comerciais**. São Paulo: Saraiva, 1971.

ROCA, Eduardo A. **Sociedad extranjera no inscripta**. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 1999.

ROIMISER, Mónica G. C. de. **El interés social en la sociedad anónima**. Buenos Aires: Depalma, 1979.

ROVAI, Armando Luiz. **Serviço Público e as Juntas Comerciais**. 2003. Dissertação (Mestrado) – Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo. 143 f.

_____. **Impactos do novo Código Civil na Junta Comercial**. 3. ed. São Paulo: Imesp, 2004.

_____. Registros empresariais transparentes. **Tribuna do Direito**, n. 140, ano 12, dez. 2004.

_____. Os impactos do novo Código na Junta Comercial, em especial nos arquivamentos das sociedades limitadas. *In*: ALMEIDA, Marcus Elidius Michelli de (Coord.). **Aspectos jurídicos da sociedade limitada**. São Paulo: Quartier Latin, 2004.

SIMÃO FILHO, Adalberto. **A nova sociedade limitada**. São Paulo: Manole, 2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Sociedades limitadas e anônimas no direito brasileiro: estudo comparativo**. São Paulo: Saraiva, n. 37, 1987.

VALVERDE, Miranda. **Sociedades por ações**. Rio de Janeiro: Forense, 1953. v. 2.

VELLIGAS, Carlos Gilberto. **Derecho de las sociedades comerciales**. Buenos Aires: Abeledo-Perrot, 2001.

VENOSA, Sílvio de Salvo. **Direito civil**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

1 Há divergências quanto à possibilidade de inserir o conceito de *joint venture* como instituto jurídico, ainda mais porque se trata de expediente fora dos regramentos legislativos em todo o mundo, com exceção da novidade recentemente trazida pela China, que possui uma lei específica sobre o tema.

2 Segundo Maristela Basso (BASSO, 1998), a *joint venture* é uma figura jurídica originada da prática cujo nome não tem equivalente no idioma pátrio.

3 ALMEIDA, 1987, p. 165.

4 A *joint venture* pode ser *societária* ou não societária – *apenas* contratual –, numa espécie de contrato relativo a uma atividade empresarial.

5 COELHO, 2007, p. 491.

6 A expressão “corporação” significa associação de pessoas da mesma profissão ou outra atividade, sujeitas à mesma regra ou aos mesmos direitos ou deveres (associação que visa um fim comum) (**Dicionário da língua portuguesa – Aurélio**. 6. ed. Editora Positivo). Não confundir com a *joint venture corporate – societária*.

7 A CAPITALIZAÇÃO DA COMPANHIA

Mario Engler Pinto Junior

Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GV^{law}, professor da Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas – DIREITO GV, doutorando pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, advogado e procurador do Estado de São Paulo.

7.1 Delimitação do tema

Seria impossível, no âmbito deste trabalho, abordar todas as alternativas de captação de recursos pela companhia. Portanto, optou-se por focalizar a formação inicial e o aumento posterior do capital social. A capitalização da companhia por esse meio constitui prática societária largamente difundida no mundo das finanças corporativas, cujo conhecimento mais aprofundado poderá facilitar a compreensão de outras estruturas mais complexas de financiamento disponíveis no mercado.

Antes de adentrar as questões jurídicas envolvendo o tema do capital social, afigura-se importante chamar a atenção para aspectos econômicos e financeiros, que costumam condicionar a decisão da companhia nesse particular. A contextualização assim proposta ajudará a descobrir a racionalidade das normas jurídicas aplicáveis à matéria, que, do contrário, seriam percebidas como meras regras formais, destituídas de maior sentido prático.

Naturalmente, não se pretende esgotar o assunto, mas apenas apontar aquilo que parece ser a lógica essencial dos institutos jurídicos, deixando de lado detalhes que podem ser perfeitamente apreendidos pela simples leitura do texto legal.

7.2 A companhia como instrumento de organização jurídica da atividade econômica

As sociedades personificadas, em especial a sociedade anônima, constituem poderoso instrumento para organização dos fatores de produção, na medida em que permitem aglutinar recursos econômicos de diversos tipos (financeiros, materiais, tecnológicos e talentos pessoais), que se encontram desconexos ou dispersos entre distintos sujeitos. A reunião de meios materiais e pessoais para a consecução de um objetivo econômico específico está justamente na raiz do conceito jurídico de empresa. Nesse sentido, a empresa corresponde à atividade econômica organizada, exercida com intuito de lucro. Modernamente, o escopo lucrativo é traduzido pela geração de valor aos sócios ou acionistas, o que se verifica concretamente pela distribuição de dividendos ou pela valorização do investimento acionário.

A organização jurídica da atividade econômica pressupõe a criação de uma entidade distinta da figura do empreendedor individual ou da coletividade de investidores, dotada de autonomia patrimonial e sujeita à observância de regras internas de competência para a tomada de decisões. Trata-se de personificar o patrimônio afetado a determinada função produtiva e dotar-lhe de estrutura própria de administração. Nesse sentido, a pessoa jurídica que corporifica a empresa apresenta-se formalmente como proprietária da universalidade dos bens vinculados ao exercício da atividade econômica.

A pessoa jurídica assim constituída possui uma dimensão subjetiva ou corporativa, que corresponde à pessoa de seus membros reunidos em sociedade. Todavia, também pode ter caráter unipessoal, vale dizer, ser uma sociedade formada por um único sócio. Em qualquer caso, a forma societária leva vantagem em relação ao empresário individual, que é a perpetuidade da sua duração, uma vez que a continuidade da pessoa jurídica não está necessariamente sujeita ao ciclo de vida dos sócios.

A possibilidade de limitar a responsabilidade patrimonial dos sócios da sociedade personificada abre espaço à participação de outros prestadores de

capital, que não estão dispostos a colocar em risco o restante de seu patrimônio pessoal, mas admitem suportar perdas até o montante dos valores investidos. A limitação da responsabilidade pessoal também se justifica pela inviabilidade do compartilhamento de todas as decisões administrativas entre os sócios ou acionistas, tornando necessária a concentração do poder decisório em um número reduzido de interessados. A existência de administração centralizada e coordenada confere eficiência operacional para o exercício da atividade econômica. Já nas sociedades em que os sócios são ilimitadamente responsáveis pelas obrigações sociais, a administração costuma caber indistintamente a todos eles, cujo desempenho é objeto de vigilância recíproca.

A difusão da forma societária, como instrumento preferencial para organizar juridicamente a empresa, completa-se com a livre transferibilidade da posição de sócio. Dessa forma, o sócio que não possui autoridade sobre os desígnios da empresa pode, ao menos, decidir sobre a continuidade da exposição do seu investimento pessoal aos riscos do negócio. A liberdade de transferência dos direitos de sócio, por ato *inter vivos* ou *causa mortis*, é inerente à sociedade anônima, em que a condição de acionista decorre da titularidade de uma ou mais ações. Cada ação representa a menor parcela em que se divide o capital social, e, salvo algumas exceções, é objeto de negociação independentemente da vontade dos demais acionistas ou da própria companhia.

A titularidade do capital social pode estar concentrada em poucos sócios, ou se encontrar dispersa entre um número elevado de acionistas, que nem sequer se conhecem pessoalmente e têm em comum apenas o fato de compartilhar os riscos do mesmo investimento acionário. A dispersão do capital social é vista como notável exceção à ideia de que a propriedade individual seria sempre mais eficiente do ponto de vista econômico do que a propriedade coletiva¹.

Realmente, a necessidade de arregimentar grande volume de recursos financeiros pode ser satisfeita, com menor custo e mais racionalidade, por meio da subscrição de ações por múltiplos investidores. Embora existam ganhos de escala no empreendimento realizado sob a forma de companhia aberta (*public corporation*), o mesmo efeito não ocorre em face dos prestadores de capital, pois a complexidade do processo decisório imposto

pela convivência societária entre muitas pessoas impõe elevados custos de transação². Para minimizá-los, a companhia deve recorrer ao instrumento da delegação de autoridade aos administradores, que passam a ser os proprietários *de facto*. Semelhante estrutura acarreta externalidades indesejáveis para os acionistas, na medida em que suportam os efeitos de decisões alheias³. A limitação da responsabilidade patrimonial aos valores investidos e a livre transferibilidade das ações atuam para mitigar a externalidade.

7.3 A distinção entre companhia aberta e fechada

A abordagem do tema da capitalização deve ter em mente que existem dois padrões de companhia: (i) a fechada, que não tem acesso ao mercado de capitais e possui natureza contratual assimilável a um negócio jurídico privado; e (ii) a aberta, que está autorizada a emitir valores mobiliários sob a forma de ações ou títulos de dívida, para oferta pública e negociação em bolsa de valores ou no mercado organizado de balcão, daí resultando o seu perfil marcadamente institucional.

A história do capitalismo privado brasileiro é caracterizada pela forte presença de empresas familiares com controle concentrado, que normalmente adotam a forma de sociedade limitada ou de companhia fechada. A corrida ao mercado de capitais é um fenômeno muito recente no Brasil e pressupõe uma mudança de cultura por parte do empresariado local, além de um tamanho mínimo de negócio.

No estágio inicial, o fundador da empresa conduz soberanamente os assuntos de interesse social. Como idealizador do empreendimento, cabe a ele definir a estrutura patrimonial e administrativa, definir a estratégia de negócios e tomar todas as decisões gerenciais relevantes. Frequentemente, o empreendedor original também exerce a principal função executiva da sociedade.

É possível que o empreendimento que começou com propósitos modestos, ou sem nenhum plano estruturado de crescimento, prospere e atinja dimensões maiores, sem que o fundador se tenha socorrido do capital de terceiros. A partir de determinado momento, o empresário pode

convencer-se da necessidade de admitir novos sócios, com perfil estratégico ou apenas capitalista, para viabilizar o crescimento da empresa e estar em condições de enfrentar a concorrência. O último estágio é a busca do mercado de capitais, seja para captação de recursos adicionais destinados à expansão da própria companhia (oferta primária), seja para simplesmente vender parte da participação acionária, sem abrir mão do controle (oferta secundária).

7.4 O conceito de capital social e outras figuras correlatas

Sob o ponto de vista jurídico, nem todos os recursos econômicos alocados para o exercício da atividade empresarial compõem tecnicamente o capital da sociedade. O capital social não equivale necessariamente ao patrimônio da sociedade, mas traduz monetariamente o somatório das contribuições dos sócios. Essas contribuições podem ocorrer mediante o pagamento de importância expressa em dinheiro, ou ainda por meio da conferência de outros ativos físicos ou imateriais, considerados úteis ao empreendimento, desde que suscetíveis de avaliação econômica (i.e., que tenham valor de troca mensurável)⁴.

O patrimônio da sociedade possui uma dimensão ativa (bens, direitos, créditos, disponibilidades financeiras) e outra passiva (obrigações, dívidas e outros compromissos financeiros). Do confronto entre as duas grandezas resulta o chamado patrimônio líquido, que é formado basicamente por quatro contas: capital, reserva de capital, reserva de lucros e reserva de reavaliação. A reserva de capital corresponde a valores efetivamente ingressados na companhia, mas que, por razões de conveniência contábil e empresarial, são registrados em uma conta à parte, não se incorporando imediatamente ao capital social. A situação mais comum que motiva a constituição de reserva de capital decorre do ágio cobrado na subscrição de novas ações⁵.

Em termos contábeis, o patrimônio líquido é representado pela diferença entre o total do ativo e o total do passivo exigível, podendo ser positivo ou negativo. O patrimônio líquido positivo significa que a sociedade auferiu

lucros após o início das operações, que não foram distribuídos aos sócios e podem ser destinados à ampliação dos investimentos. Enquanto permanecerem retidos, os lucros integram o patrimônio social e não são considerados créditos dos acionistas contra a companhia. O direito dos acionistas ao recebimento dos lucros só surge concretamente após aprovada a sua distribuição pela assembleia geral ou pelo conselho de administração, sob a forma de pagamento de dividendos ou de juros sobre o capital próprio. Os lucros retidos compõem o patrimônio líquido e estão abrangidos pelo conceito de recursos próprios da sociedade.

O patrimônio líquido negativo, por sua vez, costuma ser preocupante e evidencia que a sociedade sofreu perdas subsequentes, que superam o valor do capital social. Nesse cenário, se a sociedade fosse liquidada e seus bens alienados pelo valor contábil, não sobraria nenhum acervo a ser partilhado entre os sócios a título de reembolso de capital, mas apenas credores não satisfeitos. Daí por que a sociedade é considerada desde logo tecnicamente insolvente, embora ainda possa manter capacidade de pagamento e até recuperar-se ao longo do tempo. Uma alternativa para lidar com a situação de patrimônio líquido negativo é promover o aumento do capital social, mediante a chamada de recursos adicionais dos acionistas, atuais ou ingressantes.

O valor do patrimônio líquido equivale ao capital social somente no momento da constituição da companhia. Os lucros ou prejuízos apurados pela sociedade após determinado período de tempo (i.e., o exercício social) fazem aumentar ou diminuir respectivamente o patrimônio líquido, porém não alteram o valor do capital social, entendido como o montante inicial dos aportes financeiros realizados pelos sócios.

7.5 O capital social como proteção dos credores

A ideia de que o capital social funciona como meio de proteção dos credores da companhia pode soar estranha à primeira vista. Todavia, ganha sentido por duas disposições societárias, que procuram assegurar a integridade e a realidade do capital social. A primeira delas veda a distribuição de lucros aos acionistas, em prejuízo do capital social, vale

dizer, a sociedade anônima está proibida de reduzir o seu patrimônio mediante o pagamento de dividendos, além do montante fixado como capital social. A infringência a essa regra gera a responsabilização civil e criminal dos administradores e fiscais, bem como a obrigação de o acionista restituir os lucros recebidos sem boa fé⁶. A preocupação com a integridade do capital social completa-se com o instituto da oposição dos credores, na hipótese de ser deliberada a sua redução posterior, com restituição aos acionistas de parte do valor de suas ações⁷.

A segunda norma protetora busca garantir que o valor atribuído aos bens dados em integralização do capital social corresponda ao seu real valor de mercado. Do contrário, o capital social deixaria de ter substrato econômico adequado, passando a ser uma grandeza artificial. Para assegurar a realidade do capital social, a Lei n. 6.404/76 exige que os bens conferidos sejam objeto de rigorosa avaliação por especialistas. Os acionistas que integralizaram suas ações mediante a conferência de bens, em conjunto com os peritos avaliadores, respondem pelos danos causados à companhia, aos demais acionistas e a terceiros, em razão de dolo ou culpa na realização do trabalho avaliatório⁸.

7.6 A variação posterior do capital social

A variação posterior do capital social pressupõe sempre um ato de vontade colegiada dos sócios, seja para aumentá-lo ou reduzi-lo. O aumento do capital é decorrência de três situações básicas. Primeiro, quando os sócios deliberam a capitalização dos lucros contabilmente apurados pela sociedade, sem que haja o aporte de recursos adicionais dos acionistas. A capitalização dos lucros não significa apenas uma mudança de rubrica contábil (i.e., da conta de reserva de lucros para a conta capital), pois os valores incorporados mudam a sua qualificação jurídica e não podem mais ser distribuídos a título de dividendos.

A segunda hipótese de aumento de capital ocorre por força da conversão em ações de outros títulos societários anteriormente emitidos pela companhia, tais como debêntures conversíveis, partes beneficiárias, bônus de subscrição e opção de compra de ações atribuídas aos administradores

(*stock options*). A conversão pode ser exercida unilateralmente pelo titular, conforme as condições previamente estabelecidas quando da emissão do título societário convertido. Para que isso seja viável, a deliberação social autorizadora do aumento de capital deve estar compreendida na própria decisão da companhia de emitir os títulos conversíveis, de modo a dispensar nova providência no mesmo sentido. Em qualquer caso, a conversão não implica a captação de novos recursos, mas a transformação de um crédito ou direito contra a companhia, em participação acionária.

Já a terceira modalidade de aumento de capital é aquela que se faz acompanhar do ingresso de numerário na sociedade, ensejando outra ordem de considerações, em que se destacam a oportunidade da deliberação e a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas. É importante que a majoração posterior seja justificável do ponto de vista econômico e empresarial, sob pena de caracterizar conduta arbitrária do acionista controlador, passível de sancionamento jurídico. A prática societária oferece exemplos de aumento do capital social de caráter abusivo, que tem como verdadeiro objetivo reduzir proporcionalmente a participação dos acionistas minoritários, não obstante o respeito às formalidades legais.

Por seu turno, a redução do capital constitui uma estratégia para eliminar contabilmente prejuízos acumulados, sem devolução de recursos aos sócios. Enquanto houver prejuízos contabilizados, todo o lucro gerado em exercícios subsequentes deve ser destinado obrigatoriamente à sua compensação, até a eliminação completa. É justamente essa prioridade o que impede a destinação alternativa de pagamento de dividendos aos sócios⁹. Pode ocorrer ainda que o capital se torne excessivo em face do porte das atividades da empresa. Tal ociosidade é considerada ineficiente sob a ótica econômica e justifica a restituição do excesso aos sócios para emprego em outras finalidades mais rentáveis.

7.7 A composição entre recursos próprios e de terceiros

Além das prestações realizadas pelos sócios para compor o capital social, a sociedade pode tomar emprestados recursos de terceiros, com a

finalidade de empregá-los na mesma atividade econômica. Tais recursos estão sujeitos a regime jurídico diverso do capital aportado pelos sócios, embora integrem igualmente o patrimônio social. Os terceiros que emprestam recursos à sociedade são considerados credores (e não sócios), estando a sua remuneração vinculada a outra lógica econômica, embora também baseada no binômio risco-retorno. Essa é a origem da distinção entre o capital próprio (que caracteriza um passivo não exigível) e o capital de terceiros (que gera o endividamento da companhia e é contabilizado como passivo circulante ou de longo prazo).

A primazia dos acionistas no processo decisório interno da companhia pode ser justificada economicamente pelo fato de serem os fornecedores de recursos menos privilegiados e mais expostos aos riscos do empreendimento. Em outras palavras, as consequências financeiras do sucesso ou insucesso do negócio recaem primordialmente sobre os acionistas (*residual risk bearer*), a quem é atribuído o fluxo de caixa remanescente, após o pagamento de todos os credores (*stakeholders*). Daí por que os prestadores de capital seriam a categoria mais incentivada a buscar a maximização do retorno do investimento acionário e, portanto, mais apta a decidir sobre os destinos da companhia¹⁰.

Segundo a teoria econômica, o ponto ótimo na estrutura de financiamento de uma empresa resulta da combinação adequada entre as duas fontes de recursos (próprios e de terceiros). As taxas internas de retorno exigidas por investidores racionais variam conforme os riscos a que está sujeita cada modalidade de investimento (participação acionária ou dívida). Naturalmente, a participação acionária pressupõe maior retorno financeiro, pois depende de inúmeras vicissitudes, enquanto a posição de credor carrega maior certeza sobre a recuperação dos valores investidos, com os acréscimos pactuados. Do lado da companhia, embora o capital próprio seja mais caro pela maior rentabilidade demandada pelo acionista (como fruto do maior risco assumido), possui a vantagem de não constituir um passivo exigível ameaçador da sua solvabilidade. Já a dívida contraída perante terceiros implica menor custo de capital, mas, em contrapartida, expõe a companhia ao risco de insolvência pela eventual perda da capacidade de pagamento. Esse risco é diretamente proporcional ao nível de

alavancagem financeira, que resulta do confronto entre os montantes de capital próprio e de terceiros (*ratio equity-debt*).

A estruturação financeira de empreendimentos com receitas previsíveis e custos operacionais controláveis abre espaço para maior utilização de recursos de terceiros, tendo em vista o menor risco envolvido. Normalmente, o montante necessário à realização dos investimentos é obtido na modalidade *project finance*, que configura um empréstimo de longo prazo, responsável pela maior parte dos valores investidos pela companhia, a ser pago com as receitas geradas pelo próprio projeto, após deduzidas as despesas de operação e incidências tributárias.

No outro extremo estão os projetos arriscados e sujeitos a maiores incertezas, como a prospecção de petróleo e gás em áreas não suficientemente mapeadas, negócios com modelos pouco testados, empreendimentos com uso de tecnologias alternativas ou exploração de novos mercados. Nesses casos, existe considerável potencial de perda, porém o retorno financeiro pode ser bastante elevado. Daí por que a maior participação de recursos próprios da companhia titular da atividade afigure-se saudável sob o ponto de vista da prudência financeira.

Outras vezes, as limitações sobre o nível de alavancagem são impostas pela regulamentação setorial, não decorrendo propriamente de decisão voluntária da sociedade empreendedora. Isso acontece especialmente com as instituições financeiras e com companhias dedicadas a atividades que afetam fortemente a economia popular, a exemplo das seguradoras e administradoras de planos de saúde. Embora a Lei das Sociedades Anônimas não exija capital mínimo para a constituição de nenhuma companhia, a obrigação pode surgir por força de norma infralegal, que também determina a formação de reservas técnicas e a observância de índices de liquidez.

7.8 A captação de recursos de terceiros mediante endividamento

A companhia dispõe de vários instrumentos jurídicos para captar recursos de terceiros, mediante a assunção de dívida contabilizada como

passivo exigível. Pode simplesmente recorrer ao financiamento bancário sob várias modalidades, tais como empréstimo de capital de giro, financiamento de longo prazo vinculado a projeto específico, empréstimo sindicalizado (i.e., compartilhado simultaneamente entre vários bancos). Nesses casos, a concessão do crédito embute um *spread* de risco cobrado pela instituição mutuante, que, por seu turno, depende da nota de crédito corporativo da companhia mutuária (*rating*) e das garantias reais porventura oferecidas. A existência de intermediação financeira, com a assunção do risco de inadimplência pelo próprio banco, tende a encarecer o custo dessa fonte de numerário para a companhia.

Outra alternativa para a captação de recursos sob a forma de dívida é a emissão de valores mobiliários privativos das sociedades por ações, com destaque especial para as debêntures¹¹. O empréstimo debenturístico permite à companhia acessar diretamente o mercado de capitais doméstico, o que dispensa a intermediação financeira e contribui para reduzir o custo da operação. Nesse caso, o risco de inadimplência é transferido diretamente aos debenturistas (credores que subscreveram as debêntures emitidas pela companhia).

Além das debêntures, a companhia pode emitir notas promissórias padronizadas para oferecimento no mercado de capitais como valores mobiliários, conforme regulamentação própria da Comissão de Valores Mobiliários – CVM¹². O acesso ao mercado de capitais estrangeiro de dívida é possível, pelas companhias nacionais, por meio da emissão de títulos chamados *bonds*. Os *bonds* têm a mesma natureza das debêntures, mas são regulados pela legislação do país de registro da emissão (normalmente os Estados Unidos ou a Inglaterra).

A companhia pode ainda optar pela estruturação de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, que tem por objetivo adquirir recebíveis originados pelas operações comerciais da companhia, abrangendo créditos já constituídos e ainda não vencidos, ou créditos futuros não performados, inclusive de natureza contingente¹³. Os direitos creditórios são cedidos em definitivo pela companhia a um fundo constituído especificamente para essa finalidade, que paga o preço da cessão com os recursos obtidos pela emissão de quotas vendidas a investidores institucionais no âmbito do mercado de capitais.

Enfim, a companhia dispõe de inúmeras possibilidades de capitalização, algumas delas baseadas em operações estruturadas bastante sofisticadas, que permitem levantar recursos tanto no mercado de capitais doméstico quanto no internacional. O ferramental jurídico brasileiro ainda é bastante limitado nesse particular, pois os negócios jurídicos tipificados na legislação vigente atendem apenas a uma parte da demanda financeira das companhias. A defasagem legislativa obriga os advogados a usar a imaginação para desenvolver arranjos contratuais alternativos, com apoio na teoria geral do direito privado.

7.9 A fixação do capital social e a divisão em ações

O valor do capital traduzido em moeda nacional deve estar previsto no estatuto da companhia, desde o momento da sua constituição, somente podendo ser modificado em situações específicas e mediante observância do procedimento adequado¹⁴. O estatuto deve prever também o número, espécie e classe de ações em que se divide o capital social, bem como se possuem ou não valor nominal¹⁵. Para que a companhia seja considerada formalmente constituída, é indispensável que o capital social tenha sido totalmente subscrito pelos acionistas fundadores, ainda que a integralização (i.e., o pagamento do valor subscrito) possa ocorrer em momento posterior¹⁶.

Atualmente, a grande maioria das companhias fechadas e abertas opta pelo modelo de ações sem valor nominal, como reconhecimento de que aquele referencial deixou de desempenhar função economicamente relevante. Um dos poucos casos – se não o único – em que a existência do valor nominal acarreta alguma consequência prática resume-se no impedimento para fixação do preço de emissão de novas ações por aumento do capital social, em montante inferior ao valor nominal das ações em circulação¹⁷. A vedação objetiva conferir proteção adicional aos atuais acionistas contra eventual diluição da sua participação na companhia. Dessa forma, qualquer novo acionista ingressante deverá pagar, por ação, pelo menos o mesmo valor de subscrição anteriormente pago pelo acionista que já estiver presente na companhia.

O capital indicado no estatuto social corresponde sempre ao capital subscrito, que não deve ser confundido com o capital já integralizado ou realizado. A integralização ou realização do capital ocorre com o pagamento do preço de subscrição pelo acionista subscritor. A parcela ainda não satisfeita do preço de subscrição constitui crédito da companhia e pode ser cobrada pelas vias competentes, além de ser causa de exclusão do acionista remisso¹⁸.

7.10 O capital autorizado

Estando o valor do capital previsto no estatuto social, parece intuitivo que qualquer alteração posterior dependa necessariamente de reforma estatutária, mediante a convocação de assembleia geral extraordinária e observância dos *quoruns* de instalação e deliberação apropriados. No entanto, a Lei das Sociedades Anônimas admite que o estatuto já contenha autorização para aumento do capital social, dentro de determinado limite, que pode ser expresso em valor monetário ou número total de ações¹⁹. Trata-se da chamada companhia de capital autorizado.

O mesmo diploma legal também permite que a deliberação sobre o aumento do capital, dentro do limite autorizado, possa ser tomada pelo conselho de administração, quando previsto no estatuto. O fato de o conselho de administração ter competência deliberativa nessa matéria confere maior agilidade ao processo de aumento de capital, o que é muito importante para companhias abertas que desejem aproveitar janelas de mercado para lançar ofertas públicas.

Embora a figura do capital autorizado seja facultativa, a sua adoção torna-se fundamental para viabilizar a emissão de títulos societários conversíveis em ações, como debêntures, partes beneficiárias, bônus de subscrição e opção de compra de ações. O detentor do título conversível somente terá segurança quanto à efetividade da conversão se as novas ações prometidas pela companhia não estiverem sujeitas a nenhum ato posterior de vontade dos acionistas para serem criadas. Nesse sentido, a disponibilidade de limite para emissão de novas ações funciona como uma reserva de estoque em favor do detentor do título conversível.

7.11 O aumento de capital com emissão de novas ações

Nem todo aumento de capital implica a necessidade de emissão de novas ações. Tratando-se de ações sem valor nominal – como é a regra –, a ampliação da base acionária ocorre em duas circunstâncias. Primeiro, quando forem aportados recursos adicionais na companhia. As novas ações emitidas representam justamente a parcela acrescida no valor do capital social subscrito. Segundo, quando o detentor de títulos conversíveis exercer efetivamente a faculdade de sua conversão em ações. A emissão de novas ações somente acarreta a entrada de mais numerário na companhia, nos casos de bônus de subscrição e opção de compra de ações. Já a conversão de debêntures e partes beneficiárias significa apenas a redução do nível de endividamento da companhia, pela transformação de passivo exigível em não exigível.

Ainda na hipótese de ações sem valor nominal, a capitalização de lucros ou reservas não obriga a alteração do número de ações em circulação²⁰. A manutenção da base acionária existente, quando os lucros ou reservas são incorporados à conta capital, tem sido a alternativa preferida pelas companhias, pois evita o custo associado à emissão de novas ações. De todo modo, trata-se de evento com efeitos meramente contábeis, vale dizer, sem reflexo na valorização econômica das ações, uma vez que os montantes capitalizados já eram vistos como recursos próprios da companhia.

7.12 O fundamento do direito de preferência

Como regra geral, os acionistas têm direito de preferência para subscrever futuros aumentos de capital que se façam acompanhar da emissão de novas ações²¹. A rigor, o acionista não compete com ninguém pela oportunidade de participar do aumento de capital, mas tem a opção de livremente fazê-lo, segundo a sua vontade discricionária. Daí por que

juridicamente seria mais correto enquadrar o direito de preferência como autêntica prioridade de subscrição.

A prioridade de subscrever as novas ações decorrentes do aumento de capital é exercida na proporção da atual participação e, em princípio, incide sobre a mesma espécie e classe de ações já tituladas pelo acionista interessado. Se as novas ações emitidas não guardarem proporção em relação às espécies e classes em circulação, o acionista interessado poderá exercer a prioridade sobre outra espécie ou classe relativamente mais numerosa, de modo que, ao final, mantenha sempre o mesmo percentual de participação no capital total da companhia²².

Realmente, o chamado direito de preferência tem por objetivo preservar a proporção da parcela original de cada acionista no capital social. O percentual de participação funciona como medida para quantificar os direitos patrimoniais e políticos dos acionistas, a exemplo da distribuição de dividendos e do exercício do voto, tanto em relação às ações ordinárias votantes quanto às ações preferenciais não votantes ou com voto restrito. Isso porque existem matérias em que os preferencialistas também são chamados a participar da respectiva deliberação, além do fato de as ações preferenciais adquirirem direito de voto pleno, se a companhia deixar de pagar dividendos durante certo período de tempo²³. Portanto, nada mais natural que a diluição da participação dos antigos acionistas seja vista com muita reserva e a legislação procure mitigar a sua ocorrência, mediante a instituição de mecanismos de garantia como a prioridade na subscrição de futuros aumentos de capital.

7.13 O direito de preferência na integralização em bens e capitalização de créditos

Dada a relevância do direito de preferência para a manutenção da harmonia das relações societárias, o seu campo de aplicação também abrange os aumentos de capital por conferência de bens ou capitalização de créditos. Se nenhum acionista exercer a preferência, as novas ações emitidas serão integralmente atribuídas ao proprietário do bem conferido ou ao titular do crédito capitalizado.

Todavia, como o interesse da companhia pode estar vinculado à aquisição de um bem específico ou à capitalização de determinado crédito, se algum acionista quiser exercer a preferência, a solução ideal nunca seria elevar o montante do aumento de capital para permitir o ingresso de mais recursos, tampouco aceitar outros bens porventura oferecidos, ou ainda abortar o aumento de capital. Para acomodar a situação, a Lei das Sociedades Anônimas assegura ao acionista que exerceu a preferência o recebimento da parcela correspondente das novas ações emitidas, mas o respectivo preço de subscrição será canalizado ao proprietário do bem conferido ou ao titular do crédito capitalizado, de modo que o aumento de capital mantenha sempre o valor deliberado e a companhia alcance o objetivo inicialmente pretendido²⁴.

7.14 O direito de preferência na emissão de títulos societários conversíveis em ações

Para valores mobiliários conversíveis em ações (debêntures, partes beneficiárias e bônus de subscrição), o direito de preferência é concedido aos acionistas por ocasião da sua emissão²⁵. Assim, se o acionista resolver exercer a faculdade de subscrição do título conversível, na proporção da sua atual participação no capital social, poderá mantê-la íntegra quando da posterior conversão em ações desses mesmos títulos.

Já a opção de compra exclui *ab initio* o direito de preferência, por ser incompatível com a natureza do instituto. A outorga de opção de compra aos administradores constitui um incentivo para que se empenhem na obtenção dos melhores resultados para a companhia, inclusive na perspectiva de longo prazo. É esperado que a boa qualidade da gestão reflita na valorização das ações da companhia. Se isso realmente ocorrer, os administradores poderão exercer a opção de compra, pagando um preço muito menor para adquirir as ações do que a sua cotação em bolsa no momento do exercício. Dessa forma, promove-se o alinhamento entre o interesse pessoal dos administradores e o objetivo da maximização de valor aos acionistas.

7.15 O aumento de capital por subscrição particular

O direito de preferência tem aplicabilidade restrita aos aumentos de capital por subscrição particular ou colocação privada, assim considerada aquela que não é dirigida ao público em geral, mas prioritariamente aos atuais acionistas. A subscrição particular pode ser praticada indistintamente pela companhia fechada ou pela companhia aberta, embora com algumas diferenças de tratamento. Pode fazer sentido para a companhia aberta adotar o modelo de subscrição particular, quando existe a expectativa de que o aumento de capital seja majoritariamente subscrito pelos atuais acionistas. Isso, por sua vez, requer a concessão de desconto atraente no preço de emissão, em comparação com a cotação em bolsa das ações em circulação. Do contrário, o acionista que quiser elevar a sua participação na companhia adquirirá as ações diretamente no mercado secundário.

Pode ocorrer que, durante o período de preferência, não inferior ao prazo mínimo legal de 30 dias, nem todos os acionistas resolvam exercer o respectivo direito, resultando em determinado montante de ações sem tomador imediato. As ações não subscritas são denominadas sobras e podem ser destinadas aos acionistas que haviam solicitado reserva, mediante rateio para equilibrar oferta e demanda. Outra possibilidade posta à disposição da companhia é vender as sobras diretamente em bolsa, em seu próprio benefício, cabendo ao adquirente efetuar o pagamento do preço de subscrição.

Na companhia fechada, o aumento de capital por subscrição particular é a única alternativa possível. Além de servir aos atuais acionistas, a nova emissão de ações pode funcionar como veículo de ingresso de outros investidores na companhia. Para tanto, o novo investidor deve subscrever diretamente as sobras que não tiveram interessados entre os atuais acionistas. Normalmente, os terceiros não acionistas que pretendem ingressar na companhia por meio da subscrição particular já manifestaram o interesse ou assumiram o compromisso formal de adquirir as sobras de ações não subscritas pelos atuais acionistas.

7.16 O aumento de capital por subscrição pública

A legislação societária permite que a companhia exclua o direito de preferência na subscrição pública, que é aquela direcionada ao mercado de capitais, sob a forma de oferta pública primária sujeita a registro prévio na CVM²⁶. A oferta pública ficaria simplesmente inviável se fosse necessário respeitar o prazo mínimo de 30 dias para o exercício da preferência dos antigos acionistas. A sistemática atualmente consagrada pelos bancos de investimentos, que coordenam esse tipo de operação, utiliza o procedimento organizado de coleta de intenções de compra por parte de investidores institucionais (*bookbuilding*), para descoberta do preço de subscrição²⁷.

Uma vez fixado o preço de subscrição, o pagamento pelos adquirentes das ações ofertadas deve ocorrer *incontinenti*, de modo a tornar irreversível a operação. Se a liquidação financeira da oferta pública tivesse de aguardar o transcurso do prazo de 30 dias, aumentaria o risco de inadimplência dos subscritores, especialmente no caso de queda subsequente das cotações. Como os bancos de investimento dão garantia firme de liquidação do preço das ações subscritas, têm o interesse de abreviar ao máximo a manutenção da pendência.

A estreia no mercado de capitais através de subscrição pública, após a obtenção do registro de companhia aberta, ocorre com a realização da chamada oferta pública inicial, também conhecida pela sigla IPO (*initial public offer*). A peculiaridade da operação decorre do fato de que o preço de subscrição não tem referencial anterior de mercado, uma vez que as ações da companhia ofertante ainda não são negociadas na bolsa de valores. Nesse caso, os investidores potenciais definem a proposta de compra a partir de modelos financeiros destinados a apurar o valor econômico da companhia, normalmente pelos métodos do fluxo de caixa descontado e dos múltiplos comparáveis com outras empresas do mesmo setor. É comum ainda a aplicação de um redutor entre 10% e 20% sobre o valor econômico assim apurado, a título de desconto de IPO. No fundo, trata-se de um colchão de garantia contra perdas futuras, que é exigido pelo mercado de capitais das companhias entrantes.

Quando a companhia ofertante já é listada em bolsa (i.e., possui o *status* jurídico de companhia aberta), o preço de subscrição resultante do processo de *bookbuilding* tende a convergir para a cotação da ação do dia de fechamento da oferta pública, podendo até situar-se em patamar um pouco inferior. A diferença se explica em razão do maior volume de ações ofertado, em comparação com a média das negociações diárias na bolsa de valores, não devendo ainda ser descartada a hipótese de algum movimento especulativo para derrubar a cotação das ações e impor uma precificação mais baixa no interesse dos investidores.

Na subscrição pública, assim como na subscrição particular, todos os potenciais subscritores devem ser tratados de forma equitativa, o que supõe, entre outras coisas, a igualdade de condições para aquisição das ações ofertadas, sobretudo no que se refere ao fator preço. Vale dizer, o preço deve ser o mesmo para todos os subscritores, salvo raríssimas exceções plenamente justificáveis (v.g., desconto concedido aos empregados da companhia emissora). Na subscrição particular com preço preestabelecido antes do início do período de exercício do direito de preferência, o tratamento isonômico nesse particular ocorre de forma automática.

Já na subscrição pública, as intenções de compra são coletadas junto a grandes investidores (fundos de investimentos e pensão, instituições financeiras, gestores de recursos de terceiros, companhias seguradoras etc.), situados no Brasil e no exterior. A manifestação de interesse deve informar a quantidade de ações pretendida e o valor unitário que se está disposto a pagar por elas. As propostas recebidas são classificadas em ordem decrescente de valor unitário. À primeira vista, o preço de subscrição aplicável indistintamente a todos os subscritores deveria corresponder àquele situado na linha de corte, vale dizer, que permitisse a colocação de toda a quantidade de ações ofertada, com a maximização do montante total arrecadado pela companhia.

No entanto, é desejável, para o sucesso da operação, que o preço seja fixado mais abaixo, de modo que reste alguma demanda de subscrição não atendida. É justamente essa carência que dará sustentação à cotação das ações, após a conclusão da oferta pública e início das negociações no mercado secundário.

De outra parte, o acesso ao mercado de capitais não deve ser visto como um jogo de rodada única, mas do tipo repetitivo, em que os jogadores (companhia e investidores) têm interesse em cooperar, para obter maiores recompensas ao longo do tempo²⁸. Se a precificação da oferta pública for estressada ao máximo para favorecer a companhia, e os investidores que subscreveram ações sofrerem perdas pela queda do preço em bolsa, é provável que percam o apetite por adquirir valores mobiliários da mesma companhia em operações futuras, ou somente o façam exigindo um desconto maior. Portanto, a companhia que pretende retornar ao mercado de capitais para realizar novas ofertas públicas deve aceitar preços menores de subscrição na operação inicial, de modo a propiciar algum ganho aos investidores pela valorização posterior das ações.

Se o preço definido no âmbito da oferta pública deve ser único para todos os subscritores, o mesmo não se pode dizer da alocação das ações entres aqueles que manifestaram a intenção de investimento. Existe aí amplo espaço para escolha discricionária dos investidores que serão mais ou menos servidos, dentro da quantidade objeto da proposta de compra. Essa discricionariedade é exercida pelos bancos de investimentos que coordenam a operação, em conjunto com a companhia emissora.

O ideal é compor a lista de subscritores, combinando a presença de investidores institucionais de longo prazo (fundos de pensão e de investimento com esse perfil) com outros mais especulativos (*hedge funds*), e reservando participação menor para investidores de varejo. Tais investidores tendem a vender as ações logo após a conclusão da oferta pública e, dessa forma, pressionam para baixo as cotações em bolsa, exigindo maior esforço de estabilização por parte dos bancos coordenadores.

No entanto, é possível garantir antecipadamente o atendimento dos pedidos de reserva feitos por antigos acionistas, na proporção da sua participação no capital social, mesmo quando tenha sido afastada a aplicação do direito de preferência. Trata-se de medida de política interna da companhia emissora para cultivar o relacionamento com seus acionistas.

7.17 Os critérios para fixação do preço de emissão

O preço de subscrição das novas ações é uma variável extremamente sensível em qualquer processo de aumento de capital, pois pode ter impacto relevante nos interesses dos atuais acionistas. Em tese, o preço deve refletir o real valor das ações no momento da subscrição, que, por sua vez, é decorrência direta do valor econômico da companhia emissora.

Quando o preço de subscrição é fixado muito abaixo do real valor das ações, fica evidente que o subscritor está pagando menos do que elas realmente valem para se tornar acionista da companhia. Os principais prejudicados nessas circunstâncias são os atuais acionistas que, por qualquer razão, não estejam participando da nova chamada de capital da companhia. O não acompanhamento da chamada de capital faz com que o valor econômico da participação acionária (e não apenas o percentual de participação) seja diminuído, na exata medida da diferença de preço que favoreceu os subscritores das novas ações. Em outras palavras, ocorre uma transferência indireta de valor dos acionistas atuais não subscritores para os subscritores (acionistas ou não) do aumento de capital.

A aderência do preço de subscrição à realidade de mercado é tão relevante que mesmo a existência do direito de preferência não dispensa a observância desse requisito. Vale dizer, a possibilidade de manter a mesma proporção no capital social não é suficiente como salvaguarda dos interesses dos atuais acionistas, porquanto impõe custo eventualmente não desejado, qual seja, o desembolso de recursos para aquisição de mais ações, ainda que por preço convidativo.

É certo que todo aumento de capital que não seja acompanhado pelos atuais acionistas implicará diluição da participação acionária já detida. Contudo, o que não se admite é a diluição injustificada, assim entendida aquela com efeito econômico, e não apenas numérico. Isso se verifica sempre que o valor de emissão estiver abaixo do preço justo.

Os critérios para fixação do preço de subscrição, de modo a evitar a diluição injustificada da participação dos antigos acionistas, constam expressamente da lei societária: (i) perspectiva de rentabilidade da companhia; (ii) valor do patrimônio líquido da ação; e (iii) cotação das ações em bolsa ou mercado organizado de balcão²⁹. Tais parâmetros podem ser adotados de forma isolada ou combinada, de modo a produzir o

resultado mais adequado em cada caso concreto. O último deles, porém, só é aplicável às companhias abertas e, mesmo assim, admitindo certo espaço para arbitragem, pela possibilidade de incorporação de ágio ou deságio em relação à cotação vigente. De todo modo, a utilização dessa faculdade pela companhia só se afigura legítima quando for possível justificá-la com base em prognóstico técnico sobre o comportamento futuro do mercado acionário.

Para as companhias fechadas, restam as alternativas da perspectiva de rentabilidade futura e do valor patrimonial contábil. A primeira pressupõe a avaliação econômica da empresa pelo critério atualmente consagrado do fluxo de caixa descontado, o que nem sempre é factível na prática. A segunda, por sua vez, é de mais fácil constatação, porém embute maior risco de distorção, em razão da conhecida inconsistência das demonstrações financeiras produzidas por empresas familiares não listadas em bolsa.

Em se tratando de subscrição pública por companhia aberta, com utilização do processo de *bookbuilding* para descoberta do preço de subscrição das novas ações emitidas, a dúvida sobre a ocorrência de eventual diluição injustificada fica praticamente afastada, salvo alguma irregularidade ocorrida no próprio procedimento. Afinal, foi o próprio mecanismo de mercado que estabeleceu o preço para igualar oferta e procura.

7.18 Conclusão

A capitalização da companhia pode ser promovida de várias formas, seja mediante captação de recursos lastreados na emissão de ações, seja por meio de endividamento bancário ou distribuição de valores mobiliários representativos de dívida. Cada modalidade envolve múltiplos aspectos, que precisam ser bem conhecidos e equacionados para a adequada estruturação da operação. O nível ótimo de combinação entre capitais próprios e de terceiros depende dos riscos associados ao exercício de cada atividade econômica.

No caso específico de aumento do capital social, as questões econômicas e jurídicas mais relevantes giram em torno do direito de

preferência dos antigos acionistas e dos critérios para fixação do preço de subscrição.

As soluções legislativas, aprimoradas pela prática societária e financeira, variam conforme se trate de companhia fechada ou companhia aberta, assim como de subscrição particular ou subscrição pública.

REFERÊNCIAS

COASE, Ronald. **The firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1990.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial. Estudos e pareceres**. São Paulo: Saraiva, 1990.

DEMSETZ, Harold. Toward a theory of property rights. **The American Economic Review**, v. 57, p. 358-359.

ENGLER PINTO, Mario. A teoria dos jogos e o processo de recuperação de empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 31, p. 63-79, jan./mar. 2006.

_____. Debêntures. Direitos de debenturista. Comunhão e assembleia. Agente fiduciário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 48, p. 26-33, out./dez. 1982.

ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Foundation, 1993.

WILLIAMSON, Oliver E. Corporate governance. *In*: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Foundation, 1993. p. 148 e ss.

¹ DEMSETZ, Harold. Toward a theory of property rights. **The American Economic Review**, v. 57, p. 358-359.

² O conceito de custo de transação foi pioneiramente introduzido na ciência econômica por Coase, para explicar a estrutura da firma em contraponto ao modelo neoclássico, que ignora aquela realidade. Como se sabe, a teoria econômica tradicional tem origem no

pensamento de Adam Smith e parte da premissa de que os mercados funcionam de forma perfeita, sem nenhuma fricção nas negociações privadas, com racionalidade plena e mesmo nível de informação para todos os agentes econômicos, assim como os direitos de propriedade serão sempre respeitados e automaticamente realocados para a destinação mais eficiente. Já para Coase, a firma (ou empresa) deve ser vista como um feixe de contratos (*nexus of contracts*), cuja principal função é organizar a atividade produtiva com base no processo decisório hierárquico. Nesse caso, eliminam-se os custos de transação inerentes às trocas que ocorrem no ambiente de mercado, onde predomina a incerteza, a assimetria informacional, os riscos de inadimplência, além de outras falhas. Os principais custos de transação decorrem da necessidade de definição e proteção dos direitos de propriedade, compreendendo as despesas com negociação, coleta de informações, avaliação e medição, monitoramento, coerção (*enforcement*) e ação política promovida por grupos de interesse (COASE, Ronald. *The nature of the firm*. In: COASE, Ronald. **The firm, the market and the law**. Chicago: University of Chicago Press, 1990).

3 As externalidades sociais são custos ou benefícios não captados pelo sistema tradicional de preços, mas transferidos à sociedade em geral. Dessa forma, o proprietário ou titular da atividade que gerou a externalidade não suporta, direta e individualmente, todas as consequências positivas ou negativas de suas ações econômicas. Para o pensamento neoliberal, as externalidades constituem falhas de mercado e justificam a intervenção estatal por meio da regulação econômica, normalmente com o objetivo de internalizar os seus efeitos, para que os preços reflitam os verdadeiros custos indiretos impostos à coletividade, ou remunerem os benefícios sociais proporcionados pelo empresário.

4 Art. 6º da Lei n. 6.404/76 (Lei das Sociedades Anônimas ou LSA): “O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro”.

5 As disposições sobre as demonstrações financeiras e escrituração da companhia constam dos arts. 175 e seguintes da LSA. O art. 182 trata especificamente da conta do patrimônio líquido.

6 Art. 201 e parágrafos da LSA. Por sua vez, o enquadramento penal da conduta consta do art. 177 do Código Penal.

7 Art. 174 e parágrafos da LSA: “Art. 174. Ressalvado o disposto nos arts. 45 e 107, a redução do capital social com restituição aos acionistas de parte do valor das ações, ou pela diminuição do valor destas, quando não integralizadas, à importância das entradas, só se tornará efetiva 60 (sessenta) dias após a publicação da ata da assembleia geral que a tiver deliberado. § 1º Durante o prazo previsto neste artigo, os credores quirografários por títulos anteriores à data da publicação da ata poderão, mediante notificação, de que se dará ciência ao registro do comércio da sede da companhia, opor-se à redução do capital; decairão desse direito os credores que o não exercerem dentro do prazo. § 2º Findo o prazo, a ata da assembleia geral que houver deliberado a redução poderá ser arquivada se não tiver havido oposição ou, se tiver havido oposição de algum credor, desde que feita a prova do pagamento do seu crédito ou do depósito judicial da importância respectiva. § 3º Se houver em circulação debêntures emitidas pela companhia, a redução do capital, nos casos

previstos neste artigo, não poderá ser efetivada sem prévia aprovação pela maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia especial”.

[8](#) Art. 8º da LSA.

[9](#) Art. 189 da LSA.

[10](#) WILLIAMSON, Oliver E. Corporate governance. *In*: ROMANO, Roberta. **Foundations of corporate law**. New York: Foundation, 1993. p. 148 e ss.

[11](#) A emissão de debêntures pela companhia é exaustivamente disciplinada nos arts. 52 e seguintes da LSA. O tema foi mais bem desenvolvido em outro trabalho de nossa autoria: ENGLER PINTO, Mario. Debêntures. Direitos de debenturista.

Comunhão e assembleia. Agente fiduciário. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, n. 48, p. 26-33, out./dez. 1982.

[12](#) A emissão em massa de notas promissórias, para oferta no mercado de capitais, está prevista na Instrução CVM n. 134/2000.

[13](#) A regulamentação dos FIDC's consta da Instrução CVM n. 356/2001, com alterações posteriores.

[14](#) Arts. 5º e 6º da LSA.

[15](#) Art. 11 da LSA.

[16](#) Art. 80, I, da LSA.

[17](#) Art. 13 da LSA.

[18](#) Art. 107 da LSA.

[19](#) Art. 168 da LSA.

[20](#) Art. 169, § 1º, da LSA: “Art. 169. O aumento mediante capitalização de lucros ou de reservas importará alteração do valor nominal das ações ou distribuição das ações novas, correspondentes ao aumento, entre acionistas, na proporção do número de ações que possuírem. § 1º Na companhia com ações sem valor nominal, a capitalização de lucros ou de reservas poderá ser efetivada sem modificação do número de ações”.

[21](#) Art. 171 da LSA.

[22](#) Art. 171, § 1º, da LSA.

[23](#) Art. 111 da LSA.

[24](#) Art. 171, § 2º, da LSA.

[25](#) Art. 171, § 3º, da LSA.

[26](#) Art. 172 da LSA.

[27](#) O registro de ofertas públicas de ações é regulado presentemente pela Instrução CVM n. 400/2003.

[28](#) Para mais detalhes sobre teoria dos jogos e sua aplicação ao campo do direito, recomenda-se a consulta ao nosso ENGLER PINTO, Mario. A teoria dos jogos e o processo de recuperação de empresas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, n. 31, p. 63-79, jan./mar. 2006.

[29](#) Art. 170, § 1º, da LSA.

8 AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS DA COMPANHIA

Arthur Ridolfo Neto

Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, mestre e doutor pela Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, professor adjunto do Departamento de Contabilidade, Finanças e Controle da Escola de Administração de Empresas de São Paulo da Fundação Getulio Vargas.

8.1 Introdução

O objetivo deste capítulo é apresentar ao leitor as atividades desenvolvidas pelas empresas e o papel da contabilidade como sistema de informação para os gestores.

Ao final dele o leitor terá entendido o balanço patrimonial, a demonstração de resultados do exercício, os regimes de competência e de caixa, bem como a apuração do resultado tributável da companhia.

Faz parte da rotina do administrador a tomada de decisões. Independentemente do tipo de instituição – empresa privada, empresa pública, governo ou entidade filantrópica –, os responsáveis pela administração estão tomando decisões que são importantes para o sucesso do empreendimento. Nesse sentido, há necessidade de dados e informações corretas (faturamento, custos, rentabilidade, retorno de investimentos, nível de estoques) que contribuam para uma boa tomada de decisão.

Nas formulações e implementações de estratégias, o profissional se depara com a necessidade de trabalhar com dados financeiros. A aceitação ou não de projetos de investimentos é baseada nas informações financeiras.

Elas representam um denominador comum, de modo que todos os integrantes da empresa possam falar a mesma linguagem.

Grande parte das informações que o administrador necessita está contida nas demonstrações financeiras, nos relatórios elaborados pela contabilidade. Em sentido amplo, a contabilidade é o processo de registro, mensuração, interpretação e comunicação dos dados financeiros. O contador elabora as demonstrações financeiras que refletem as condições econômico-financeiras e o desempenho operacional de uma empresa.

A contabilidade é como o registro na “memória” da empresa de todos os eventos que ocorreram em determinado período. Do mesmo modo que nos valem de nossa memória quando queremos recordar algum fato, o sistema contábil registra e apresenta os fatos. Esse registro é feito de maneira sistemática, utilizando valores monetários.

A contabilidade é um sistema de registro, apuração e mensuração de riqueza. Todos os lançamentos contábeis realizados durante um período e todos os procedimentos que os cercam visam, fundamentalmente, à medição da riqueza da empresa ao final desse período. No dia a dia da empresa, inúmeras transações são efetuadas envolvendo a aquisição e venda de mercadorias, a produção de bens, pagamentos, recebimentos, a geração de dívidas e direitos que, direta ou indiretamente, afetam o nível de riqueza da empresa. O sistema contábil acompanha esses fluxos de recursos que se dirigem para a empresa ou dela partem, classificando-os e quantificando-os em um processo contínuo de medição da riqueza contida na unidade produtiva.

As demonstrações contábeis devem apresentar adequadamente a posição patrimonial e financeira, o resultado das operações e o fluxo de caixa de uma entidade. Ou seja, devem representar adequadamente os efeitos de transações e outros eventos, observando as definições e os critérios de registros de ativos, passivos, receitas e despesas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. Essas práticas contábeis são amparadas na legislação societária e reconhecidas pelos órgãos reguladores (Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Banco Central do Brasil, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP).

8.2 Atividades empresariais e a contabilidade

VISÃO GERAL DAS ATIVIDADES DE UMA EMPRESA



8.2.1 Determinação de objetivos e estratégias corporativas

Os objetivos da empresa determinam os alvos ou resultados finais em que a empresa irá direcionar suas energias. As estratégias estabelecem os caminhos de como os objetivos serão atingidos. Os objetivos e estratégias são determinados de acordo com o ambiente econômico, cultural e institucional em que a empresa opera.

8.2.2 Obtenção de financiamentos

Antes de iniciar suas atividades operacionais, a empresa deve obter os recursos financeiros necessários. As atividades de financiamento envolvem a obtenção de recursos de duas fontes:

a) proprietários, também chamados de acionistas. A empresa não tem a obrigação de pagá-los em uma data futura. Os proprietários recebem valores distribuídos pela empresa, chamados de dividendos, quando ela decide distribuí-los;

b) credores (terceiros). Ao contrário dos proprietários, os credores emprestam dinheiro para a empresa, que deve pagá-los em uma data futura, geralmente acrescido de juros.

8.2.3 Investimentos

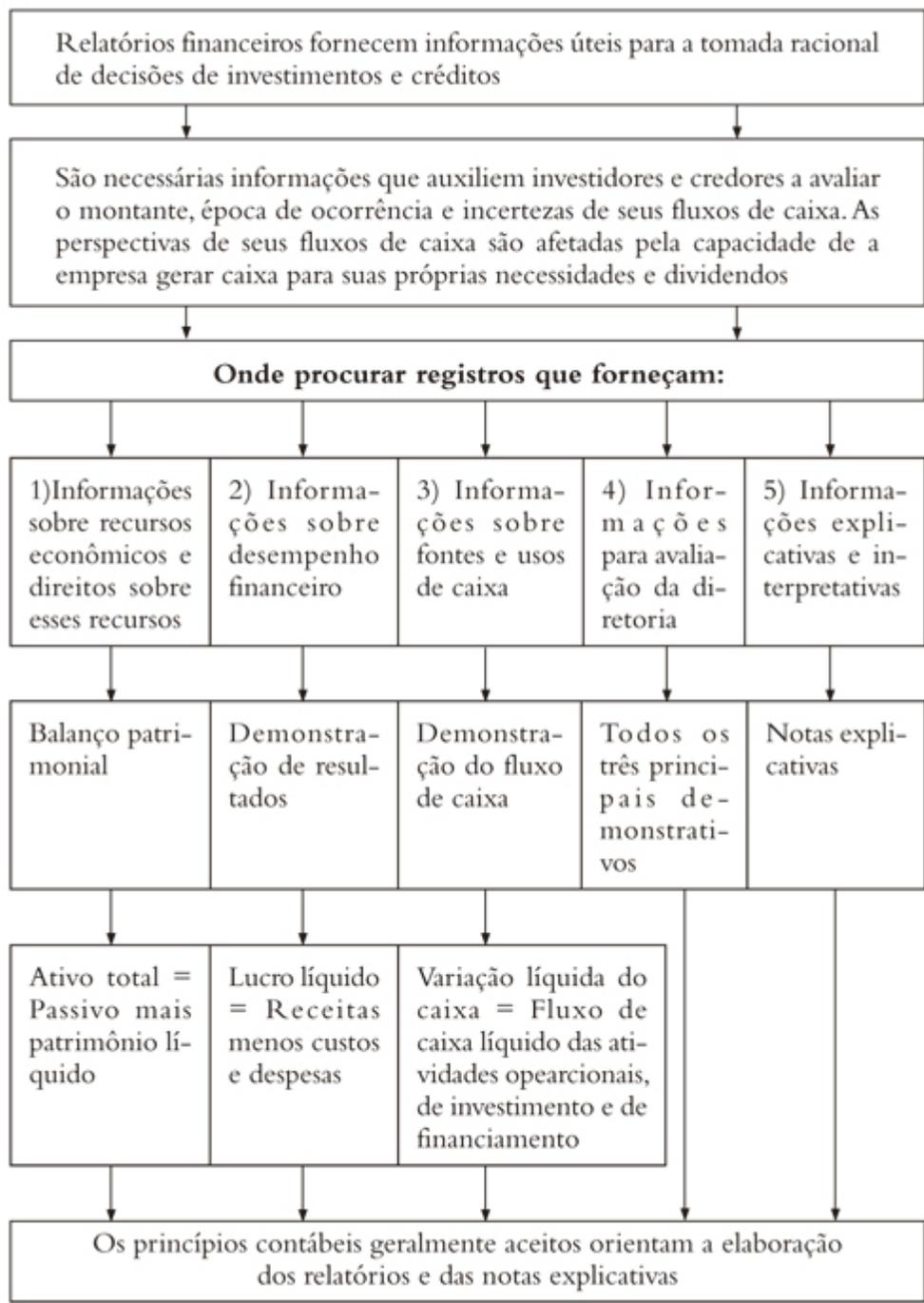
Depois de obter os recursos necessários, a empresa os investe em diversos itens necessários para o desempenho de suas atividades, tais como terrenos, imóveis e equipamentos que representam a capacidade produtiva da empresa. Além disso, a empresa também necessita realizar investimentos em estoques e manter determinado nível de dinheiro em conta corrente ou em caixa.

8.2.4 Atividades operacionais

A empresa obtém financiamentos e investe os recursos com o objetivo de geração de valor. As principais atividades operacionais são:

- a) compras
- b) produção
- c) vendas
- d) administração

RESUMO GERAL – PROCESSO DE REGISTRO E PRINCIPAIS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS



8.2.5 Demonstrações contábeis e as atividades da empresa

Os principais demonstrativos contábeis de uma empresa são os seguintes:

- 1) Balço patrimonial

- 2) Demonstração de resultados
- 3) Demonstração do fluxo de caixa

Eles se relacionam com as atividades da empresa da seguinte forma:



8.3 Contas do balanço patrimonial – lançamento e avaliação

O balanço patrimonial apresenta a posição financeira de uma empresa em determinada data, geralmente no dia do encerramento do exercício social. Ele apresenta informações sobre recursos econômicos e direitos sobre esses recursos.

Ele responde duas questões básicas.

- 1ª) Onde a empresa aplicou os recursos (investimentos)?
- 2ª) Onde a empresa obteve os recursos para fazer os investimentos (financiamentos)?

O balanço patrimonial é constituído de duas colunas. No lado esquerdo é denominada ativo, e no lado direito é denominada passivo e patrimônio líquido.

BALANÇO PATRIMONIAL	
ATIVO Bens Direitos	PASSIVO Obrigações com terceiros PATRIMÔNIO LÍQUIDO Obrigações com proprietários

Ativo

No ativo são representados todos os bens e direitos de propriedade da empresa, mensuráveis monetariamente, que representam benefícios presentes ou futuros para a empresa.

Passivo

No passivo são evidenciadas todas as obrigações que a empresa tem com terceiros, tais como contas a pagar, fornecedores, impostos, financiamentos e empréstimos. O passivo é uma obrigação exigível, ou seja, no seu vencimento a empresa deverá providenciar a sua liquidação.

Patrimônio líquido

O patrimônio líquido apresenta os recursos dos proprietários aplicados na empresa. A aplicação inicial dos proprietários é denominada capital social. Quando os proprietários fazem novas aplicações ocorre um aumento de capital. O patrimônio líquido também pode ser acrescido com os rendimentos resultantes do capital aplicado. Os rendimentos são denominados lucro.

Apresentação do balanço

O balanço patrimonial deve conter rubricas que apresentem os montantes das principais contas ou grupos de contas, se aplicável, em ordem decrescente de liquidez ou exigibilidade, que normalmente inclui:

Ativo (segregando o ativo circulante dos demais ativos):

É dividido em dois grupos:

1º) Circulante, quando se espera que seja realizado, ou mantido para venda, negociação ou consumo, dentro dos 12 meses seguintes à data do balanço, ou é um ativo em dinheiro ou equivalente, cuja utilização não está restrita;

2º) Não circulante, desdobrado em ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado, intangível e diferido.

1. Disponibilidades e aplicações financeiras resgatáveis no prazo de 90 dias da data do balanço;
2. Títulos e valores imobiliários;
3. Contas a receber de clientes;
4. Estoques;
5. Pagamentos antecipados;
6. Créditos diversos;
7. Impostos diferidos;
8. Investimentos, segregando as participações em entidades controladas e coligadas (e a elas equiparadas) e outros investimentos;
9. Ativo imobilizado;
10. Ativo intangível.

Passivo (segregando o passivo circulante dos demais passivos):

Também é dividido em grupos:

1º) Circulante, aquele cuja liquidação é esperada dentro dos 12 meses seguintes à data do balanço, e a entidade não tem nenhum direito de postergar sua liquidação por período que exceda os 12 meses da data do balanço;

2º) Não circulante, aquele cuja liquidação é esperada para o período posterior aos 12 meses seguintes à data do balanço.

1. Financiamentos;
2. Contas a pagar a fornecedores;
3. Impostos sobre a renda a pagar;

4. Outros tributos a recolher;
5. Provisões (com indicação de sua natureza).

Participação de acionistas não controladores
Resultado de exercícios futuros

1. As receitas líquidas recebidas, mas ainda não realizadas contabilmente em função do atendimento ao regime de competência dos exercícios, para os quais não haja qualquer tipo de obrigação de devolução, seja pela entrega de ativos ou prestação de serviço;
2. O deságio não eliminado na consolidação, quando aplicável.

Patrimônio líquido

As principais contas são:

1. Capital social;
2. Reservas de capital (com indicações de sua natureza);
3. Ajustes de avaliação patrimonial;
4. Reservas de lucros;
5. Prejuízos acumulados.

Equação básica da contabilidade:

Ativo = passivo + patrimônio líquido

Investimento = financiamento total

Aplicações de recursos = origem de recursos

8.3.1 Metodologia de registro contábil

Em sentido amplo, a contabilidade é o processo de registro, mensuração, interpretação e comunicação dos dados financeiros. O contador elabora as demonstrações financeiras, que refletem as condições econômico-

financeiras e o desempenho operacional de uma empresa. Veremos agora como é a lógica do processo de registro contábil.

Uma conta do balanço pode aumentar, decrescer ou se manter inalterada durante um período de tempo.

Conforme visto acima, o balanço patrimonial apresenta o total de investimentos (ativos) e o total de financiamentos (passivo e patrimônio líquido) de uma empresa. Qualquer transação efetuada pela empresa pode implicar quatro consequências ou combinações delas:

- aumento em um ativo e em um passivo ou patrimônio líquido;
- diminuição em um ativo e em um passivo ou patrimônio líquido;
- aumento em um ativo e diminuição em outro ativo;
- aumento em um passivo ou patrimônio líquido e diminuição em outro passivo ou patrimônio líquido.

Nesse sentido, qualquer transação efetuada deve ser registrada duplamente, pois o feito é duplo. Daí utilizamos a expressão “partidas dobradas”.

A base do sistema contábil é o método das “partidas dobradas”. Através dele, as transações realizadas por uma empresa são decompostas em dois elementos básicos:

- 1) A origem dos recursos;
- 2) O destino desses recursos.

Na realidade, toda transação é, essencialmente, uma movimentação de recursos e o perfeito registro da transação só é possível se forem consistentemente anotadas a origem e a destinação dos recursos movimentados por meio de cada transação. Em função desse duplo registro, a metodologia adotada pela contabilidade é denominada “partidas dobradas”. Esse método atravessou mais de cinco séculos fundamentando o registro de empreendimentos que, ao longo desse tempo, expandiram-se de forma notável.

Por mais que se ampliem e se sofisticem as empresas e as organizações que as administram e por maior que seja o avanço tecnológico, há sempre a

necessidade de saber com precisão de onde vieram os recursos empregados pela empresa, onde foram eles investidos e qual o ritmo da multiplicação desses recursos administrados por seus executivos. São essas as aplicações da contabilidade.

Embora o método tenha basicamente permanecido inalterado, o papel da contabilidade evoluiu junto com o desenvolvimento econômico e tecnológico: é por meio dos relatórios contábeis que os fornecedores avaliam seus clientes para estabelecer o crédito a ser concedido em suas vendas; é nesses relatórios que se fundamenta a análise realizada pelos bancos e investidores que financiam as empresas; é por esses demonstrativos que os proprietários devem avaliar seus negócios; são esses relatórios as peças básicas para o planejamento e o controle do desempenho dos administradores.

8.3.2 Contas do razão

A metodologia é simples. Trata-se de separar os itens do ativo e passivo em contas individuais que se chamam de “contas do razão”, sendo que toda conta “T” é uma conta do razão. Essas contas podem ser contas patrimoniais – que quando consolidadas geram o balanço patrimonial – ou contas de resultado – que originam a demonstração de resultados do exercício.

As contas do ativo, tais como caixa, contas a receber, estoques, bem como as contas do passivo, tais como fornecedores, empréstimos, são patrimoniais, pois fazem parte do balanço patrimonial. Em determinada data, geralmente ao término do exercício social, o saldo das contas patrimoniais é apurado e o balanço é elaborado.

O lado esquerdo de cada conta do razão é chamado de débito e o lado direito de crédito. Conforme visto acima, as contas do ativo figuram no lado esquerdo do balanço. Dessa forma, aumentos nos ativos ocorrem no lado esquerdo do razão e diminuições no lado direito.

CAIXA	
Débito	Crédito
Aumentos (+)	Diminuições (-)

ESTOQUES	
Débito	Crédito
Aumentos (+)	Diminuições (-)

Continuando nosso raciocínio, as contas do passivo e do patrimônio líquido estão representadas no lado direito do balanço. Nesse sentido, aumentos nos passivos ocorrem no lado direito e diminuições no lado esquerdo.

FORNECEDORES	
Débito	Crédito
Diminuições (-)	Aumentos (+)

EMPRÉSTIMOS	
Débito	Crédito
Diminuições (-)	Aumentos (+)

8.3.3 Contas patrimoniais

São aquelas que integram o balanço patrimonial tanto no lado do ativo como no lado do passivo. Representam bens, direitos, obrigações e patrimônio líquido, e os seus saldos compõem o balanço patrimonial em determinada data. Como exemplo temos:

CONTAS DE ATIVO	CONTAS DE PASSIVO
Caixa	Fornecedores
Estoques	Empréstimos
Clientes	Contas a pagar
Imóveis	Capital
Veículos	Lucros retidos

8.4 Regime de caixa e de competência: noção introdutória

Uma das mais importantes informações que os usuários da contabilidade buscam refere-se a seu desempenho.

Existem duas abordagens que procuram mostrar o desempenho de uma entidade.

a) Caixa

O chamado regime de caixa apresenta o desempenho sob o ponto de vista financeiro, refletido pelo saldo de caixa em determinado período.

Nessa abordagem, o desempenho é medido simplesmente pelo resultado das entradas menos as saídas de caixa. A receita é reconhecida quando do recebimento efetivo de moeda pelas vendas de bens e serviços, enquanto os custos e despesas são reconhecidos quando do desembolso efetivo de moeda por ocasião do pagamento de bens e serviços adquiridos.

b) Competência

O regime de competência apresenta o desempenho sob o ponto de vista econômico, refletido pelo lucro em determinado período.

Nessa abordagem, o desempenho é medido pelo resultado de receitas auferidas menos os custos e despesas incorridos, independentemente de seu efetivo recebimento ou desembolso.

As receitas, custos e despesas são contabilizados como tais no período da ocorrência dos fatos e não quando são recebidos ou pagos em dinheiro.

8.5 Demonstração do resultado do exercício.

Conceitos fundamentais de receitas, custos e despesas

O objetivo da demonstração de resultados do exercício é fornecer aos usuários das demonstrações financeiras da empresa os dados referentes ao desempenho da empresa, o seu resultado (lucro ou prejuízo).

É a apresentação, em forma resumida, das operações realizadas pela empresa, durante o exercício social, demonstradas de forma a destacar o resultado líquido do período.

Na grande maioria dos casos, o período adotado para a apuração do resultado é de 12 meses, e geralmente há coincidência entre o ano civil (01/01 a 31/12) e o período contábil. Entretanto, para efeito de administração da empresa, há sempre a necessidade de apuração de resultados em períodos mais curtos do que um ano.

A apresentação das operações é feita de acordo com o regime de competência, ou seja, as receitas são reconhecidas quando auferidas e os custos e despesas quando incorridos, independentemente de sua realização financeira.

Devem ser divulgadas as seguintes informações:

Vendas, serviços prestados ou outras receitas operacionais

(-) Deduções da receita bruta (p. ex., tributos, devoluções)

= Receita líquida

(-) Custo das vendas ou dos serviços prestados

= Lucro bruto

(-) Despesas operacionais

Vendas

Administrativas

Encargos financeiros líquidos

Outras receitas e despesas operacionais

= Resultado operacional
+/- Resultados não operacionais
= Resultado antes do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro
(-) Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro
= Lucro ou prejuízo do período

Receitas

O momento de reconhecimento da receita de vendas deve ser o do fornecimento dos bens ao comprador. Nas empresas comerciais e industriais a contabilização das vendas pode ser feita pelas notas fiscais de venda.

No caso de serviços prestados, as receitas correspondentes devem ser reconhecidas no período em que efetivamente os serviços foram executados.

Os impostos incidentes sobre as vendas devem ser deduzidos da receita bruta de vendas.

Custos dos produtos vendidos e serviços prestados

O custo dos produtos vendidos ou dos serviços prestados deve ser correspondente às receitas de vendas dos produtos e serviços reconhecidos no mesmo período. Ou seja, existe correspondência entre as receitas auferidas e os custos incorridos no período de apuração.

Numa empresa industrial ou comercial a apuração dos custos dos produtos vendidos está relacionada à movimentação nos estoques da empresa. Os custos correspondem a baixas efetuadas nas contas dos estoques.

Despesas operacionais

As despesas operacionais referem-se aos valores incorridos para vender produtos e administrar a empresa, abrangendo também as despesas líquidas para financiar suas operações, os resultados líquidos das obrigações acessórias.

Fazem parte das despesas operacionais os seguintes grupos:

a) Despesas de vendas

Representam os gastos de promoção, colocação e distribuição dos produtos da empresa, constando nesse grupo despesas com o pessoal na

área de vendas, *marketing*, distribuição, administrativo interno de vendas, comissões sobre vendas, propaganda e publicidade, perda estimada dos valores a receber.

b) Despesas administrativas

Representam os gastos incorridos na gestão da empresa, contemplando as atividades administrativas, tecnologia de informação, recursos humanos, instalações, material de escritório.

c) Encargos financeiros líquidos

Representam as despesas financeiras, ou seja, os juros e atualizações monetárias ou cambiais, incidentes sobre empréstimos obtidos, descontos concedidos a clientes por pagamentos antecipados de duplicatas e outros títulos, comissões e despesas bancárias.

São deduzidas das despesas financeiras as receitas financeiras, que representam os juros e atualizações monetárias ou cambiais, incidentes sobre aplicações financeiras, juros cobrados dos clientes da empresa por atraso nos pagamentos, descontos obtidos, oriundos de pagamentos antecipados de duplicatas e outros títulos.

d) Outras receitas e despesas operacionais

Nesse grupo são contemplados os lucros ou prejuízos oriundos de investimentos, de caráter permanente, em outras empresas.

Resultados não operacionais

Referem-se aos resultados positivos ou negativos oriundos de alienação de ativo imobilizado e de investimentos permanentes.

Imposto de renda e contribuição social sobre o lucro

Representam os valores em que a empresa incorre referentes à tributação do resultado. No item 8.6 a apuração e o cálculo do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro são explicados com mais detalhes.

Lucro ou prejuízo do exercício

Trata-se simplesmente do resultado do período. É função das receitas menos custos, despesas, mais ou menos resultado não operacional, menos imposto de renda e contribuição social.

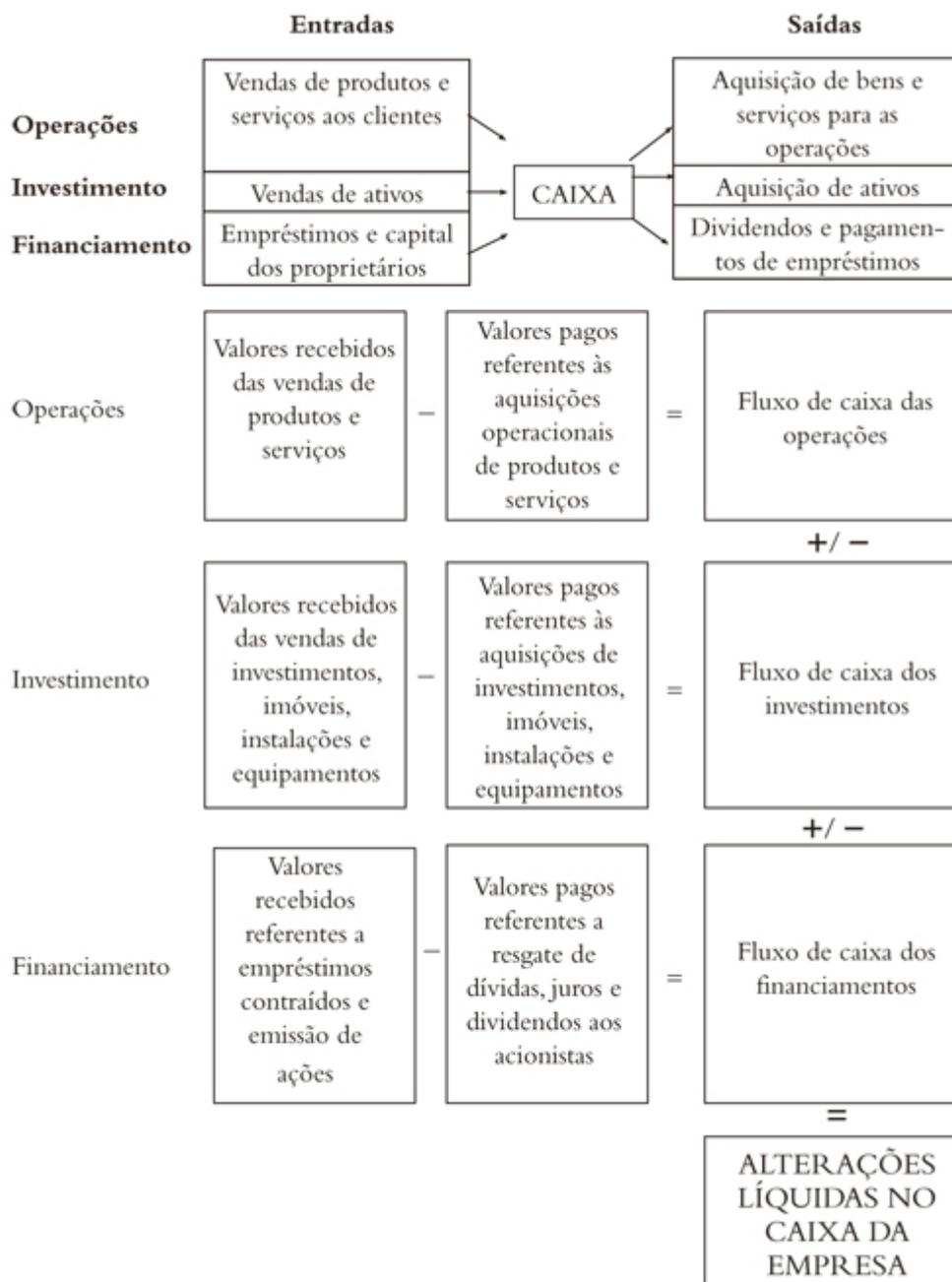
O resultado do exercício social pertence à empresa e, conseqüentemente, aos seus acionistas. Esse resultado é refletido no patrimônio líquido, na conta “lucros acumulados”. Logo a seguir, no tópico 8.7, é apresentado

como o lucro ou prejuízo, apurado na demonstração de resultados, impacta o patrimônio líquido da empresa.

8.6 Demonstrativo do fluxo de caixa

O demonstrativo de fluxo de caixa apresenta o fluxo de caixa líquido, resultante das atividades operacionais, de investimentos e de financiamentos.

As alterações ocorridas na conta caixa estão ilustradas nos quadros abaixo:



8.7 Relação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados do exercício

A demonstração de resultados indica a evolução da riqueza da organização entre um ponto e outro no tempo, cuja conclusão reverte em

benefício (no caso de lucro) ou em detrimento (no caso de prejuízo) dos investidores.

O resultado do período pertence à empresa e conseqüentemente aos seus proprietários.

Lucros representam aumento na riqueza. Conseqüentemente, quando a empresa apresenta lucro no período, esse lucro fica registrado na conta lucros acumulados, que faz parte do patrimônio líquido – este, dessa forma, tem aumento.

Os prejuízos representam diminuição na riqueza. Quando a empresa apresenta prejuízo, ele também fica registrado na conta lucros acumulados, diminuindo o saldo dessa conta e causando uma diminuição no patrimônio líquido.

A conta lucros acumulados pode sofrer redução quando a empresa distribui dividendos aos seus acionistas.

Dessa forma, para qualquer exercício social temos:

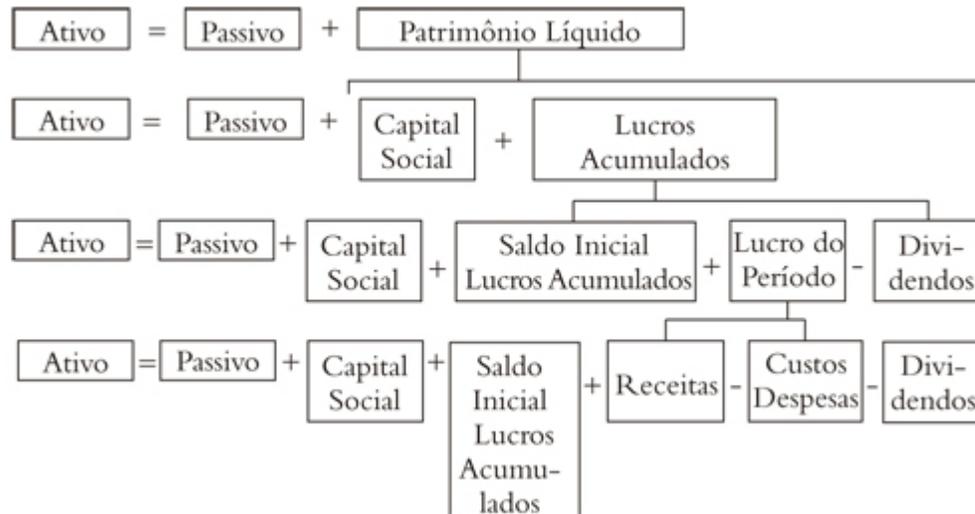
Saldo inicial de lucros acumulados

+ lucro líquido (ou - prejuízos líquidos)

- dividendos declarados durante o período

= Saldo final de lucros acumulados

O quadro na página seguinte apresenta a relação entre o balanço patrimonial e a demonstração de resultados.



8.8 Apuração do resultado tributável

Na apuração do resultado tributável as empresas utilizam as normas e princípios contábeis juntamente com a legislação tributária. Dessa forma, faz-se necessário apresentarmos os métodos de apuração do resultado tributável no Brasil considerando as peculiaridades de nossa legislação tributária.

Existem dois tributos que incidem sobre o resultado das empresas: o imposto de renda da pessoa jurídica (IRPJ) e a contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL).

O resultado tributável das empresas brasileiras não é aquele apresentado na demonstração de resultados do exercício.

O resultado antes do imposto de renda e contribuição social é apurado de acordo com as práticas contábeis, que são amparadas na legislação societária, e também com aquelas reconhecidas pelos órgãos reguladores (Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Banco Central do Brasil, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP).

Para fins de apuração do resultado tributável deve-se utilizar a legislação do imposto de renda. Essa legislação admite o cálculo do imposto de renda e da contribuição social sobre o lucro líquido por meio de duas metodologias, lucro presumido e lucro real.

O **lucro presumido** é uma opção de apuração de resultado tributável, e as seguintes pessoas jurídicas podem optar por essa metodologia:

a) cuja receita total no ano-calendário anterior tenha sido inferior a R\$ 48 milhões, ou proporcional ao número de meses do período-base, quando inferior a 12 meses;

b) cujas atividades não sejam de instituições financeiras ou equiparadas;

c) que não tenham lucros, rendimentos ou ganhos de capital oriundos do exterior;

d) que não usufruam de benefícios fiscais relativos à isenção ou redução do imposto;

e) que, no decorrer do ano-calendário, não tenham efetuado pagamento mensal pelo regime de estimativa;

f) que não sejam empresas de *factoring*.

Nessa metodologia, o resultado tributável, a base de cálculo, é “presumido” por meio da aplicação de percentuais sobre a receita bruta, conforme abaixo:

– 8% na venda de mercadorias e produtos;

– 1,6% na revenda, para consumo, de combustível derivado de petróleo, álcool etílico carburante e gás carburante natural;

– 16% na prestação de serviços de transportes, exceto de cargas, que é de 8%;

– 32% na prestação de demais serviços;

– 16% na prestação de serviços em geral das pessoas jurídicas com receita bruta anual de até R\$ 120.000,00, exceto serviços hospitalares, de transportes e profissões regulamentadas;

– 8% na venda de imóveis das empresas com esse objeto social.

O IPI não compõe a receita bruta, enquanto as vendas canceladas e descontos concedidos incondicionalmente devem ser excluídos na determinação da base de cálculo. O ICMS incidente na venda de mercadorias não pode ser deduzido da receita bruta.

Devem ser adicionados na base de cálculo:

- variações monetárias e cambiais ativas, atualizações decorrentes de créditos de mútuo, tributos a serem restituídos, créditos em moeda estrangeira. São consideradas receitas financeiras;
- ganhos na alienação do ativo permanente;

- juros ativos, não decorrentes de aplicações financeiras;
- descontos financeiros obtidos;
- aluguéis de bens do ativo permanente;
- rendimentos de operações de mútuo;
- ganhos auferidos nas operações de *hedge*;
- rendimentos e ganhos líquidos produzidos por aplicações financeiras de renda fixa e variável;
- juros relativos a remuneração do capital próprio;
- ajustes de preços de transferência.

A alíquota do IRPJ de 15% é aplicada sobre a base de cálculo. Existe um adicional de 10% sobre o que exceder R\$ 240.000,00 anuais. O imposto deve ser apurado trimestralmente, e o imposto de renda pago ou retido na fonte sobre receitas que integram a base de cálculo pode ser deduzido do imposto apurado.

O **lucro real** é apurado obrigatoriamente pelas seguintes pessoas jurídicas:

- a) cuja receita total no ano-calendário anterior tenha sido *superior* a R\$ 48 milhões, ou proporcional ao número de meses do período-base, quando inferior a 12 meses;
- b) cujas atividades sejam de instituições financeiras ou equiparadas;
- c) que tenham lucros, rendimentos ou ganhos de capital oriundos do exterior;
- d) que usufruam de benefícios fiscais relativos à isenção ou redução do imposto;
- e) que, no decorrer do ano-calendário, tenham efetuado pagamento mensal pelo regime de estimativa;
- f) empresas de *factoring*.

O lucro real é o lucro líquido do período de apuração ajustado pelas adições, exclusões ou compensações prescritas ou autorizadas pela

legislação. Sua determinação será precedida da apuração do lucro líquido de cada período de apuração, com base nas disposições das leis comerciais.

Devem ser adicionados ao lucro do exercício¹:

a) custos, despesas, encargos, perdas, provisões, participações e quaisquer outros valores deduzidos na apuração do lucro do exercício que, de acordo com a legislação tributária, não sejam dedutíveis, como por exemplo:

- i. despesas que não sejam necessárias, usuais ou normais à atividade da empresa;
- ii. pagamentos sem causa ou a beneficiário não identificado;
- iii. multas fiscais pagas pela empresa;
- iv. participações pagas a administradores e partes beneficiárias;
- v. débitos em despesas relativos a provisões não dedutíveis (devedores duvidosos, contingências);
- vi. resultados negativos de participações societárias avaliadas pelo método de equivalência patrimonial;
- vii. despesas com alimentação de sócios ou administradores;
- viii. despesas com brindes;
- ix. lucros disponibilizados, rendimentos e ganhos de capital do exterior;
- x. perdas em operações realizadas no exterior;
- xi. perdas no mercado de renda variável, excedente dos ganhos da mesma espécie;
- xii. tributos com exigibilidade suspensa;
- xiii. perdas nas operações de *swap*, excedente dos ganhos da mesma espécie.

b) resultados, rendimentos, receitas e quaisquer outros valores não incluídos na apuração do lucro do exercício que, de acordo com a legislação tributária, devem ser computados na determinação do lucro real, por exemplo, créditos que sejam tributáveis diretamente na conta de lucros acumulados relativos a ajustes de exercícios anteriores (e não tributados anteriormente).

Podem ser excluídos do lucro do exercício²:

a) valores cuja dedução seja autorizada pela legislação tributária e que não tenham sido computados na apuração do lucro do exercício, tais como depreciação acelerada incentivada;

b) resultados, rendimentos, receitas e quaisquer outros valores incluídos na apuração do lucro líquido que, de acordo com a legislação tributária, não sejam computados no lucro real, como:

- i. dividendos recebidos de outras pessoas jurídicas;
- ii. resultados positivos de participações societárias avaliadas pelo método de equivalência patrimonial;
- iii. lucro na venda de ativo permanente;
- iv. incentivos a pesquisas científicas e tecnológicas;
- v. lucro da exploração correspondente à exportação incentivada;
- vi. variações cambiais ativas;
- vii. variações cambiais passivas, operações liquidadas;
- viii. reversão dos saldos de provisões indedutíveis.

Podem ser compensados no lucro do exercício prejuízos fiscais apurados em períodos anteriores.

As empresas que apuram o resultado tributável de acordo com o lucro real têm de obrigatoriamente escriturar o Livro de Apuração do Lucro Real – LALUR, que é de natureza eminentemente fiscal.

A alíquota do IRPJ de 15% é aplicada sobre a base de cálculo. Existe um adicional de 10% sobre o que exceder R\$ 240.000,00 anuais. O imposto deve ser apurado trimestralmente, e o imposto de renda pago ou retido na fonte sobre receitas que integram a base de cálculo pode ser deduzido do imposto apurado.

As pessoas jurídicas que apuram o lucro real devem fazer a apuração e o pagamento trimestral do imposto devido. Alternativamente, poderão optar por pagar o imposto mensalmente por estimativa, utilizando percentuais sobre a receita bruta iguais ao lucro presumido. No final do ano-calendário

a pessoa jurídica apura o lucro real e apura saldo de imposto a recolher ou compensar.

A apuração da base de cálculo da contribuição social sobre o lucro líquido (CSLL) pode também ser feita através do lucro presumido e do lucro real.

As pessoas jurídicas que utilizam a sistemática do lucro presumido apuram a base de cálculo da CSLL, aplicando-se 12% sobre a receita bruta, acrescido de ganhos líquidos e rendimentos nominais em aplicações de renda fixa e variável, ganhos de capital na venda de bens e direitos e demais receitas e resultados positivos.

Aplica-se 32% sobre a receita bruta no caso de pessoas jurídicas que exerçam atividades de:

- a) prestação de serviços em geral, exceto a de serviços hospitalares;
- b) intermediação de negócios;
- c) administração, locação ou cessão de bens imóveis, móveis e direitos de qualquer natureza.

A alíquota da CSLL de 9% é aplicada sobre a base de cálculo.

As pessoas jurídicas que utilizam a sistemática do lucro real apuram a base de cálculo da CSLL de maneira similar à apuração da base de cálculo do IRPJ, ou seja, o resultado do período é ajustado pelas adições e exclusões determinadas pela legislação.

As pessoas jurídicas que apuram a CSLL pela sistemática do lucro real devem fazer a apuração e o pagamento trimestral da contribuição devida. Alternativamente, poderão optar por pagar a contribuição mensalmente por estimativa, utilizando percentuais sobre a receita bruta iguais aos da CSLL pelo lucro presumido. No final do ano-calendário a pessoa jurídica apura a contribuição social devida e apura saldo de contribuição a recolher ou compensar.

8.9 Conclusão

Neste capítulo o leitor pôde compreender a dinâmica de funcionamento das empresas e como a contabilidade registra as transações efetuadas por

elas e periodicamente elabora o balanço patrimonial e a demonstração de resultados do exercício.

Foram abordados os critérios de reconhecimentos de resultados, competência e caixa, bem como a apuração do resultado tributável.

REFERÊNCIAS

FIPECAFI – FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de contabilidade das sociedades por ações**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

IBRACON – INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL. **Norma e Procedimento de Contabilidade (NPC 27) Demonstrações Contábeis – Apresentação e Divulgações**.

NEVES, Silvério das; VICECONTI, Paulo E. V. **Contabilidade avançada e análise das demonstrações financeiras**. 14. ed. Frase, 2005.

STICKNEY, Clyde P.; WEIL, Roman L. **Financial Accounting**. 11th edition. Thomson, 2005.

[1](#) Para entender melhor as adições obrigatórias, o leitor deverá consultar o Regulamento do Imposto de Renda.

[2](#) Para entender melhor as exclusões do lucro real, o leitor deverá consultar o Regulamento do Imposto de Renda.

9 ARBITRAGEM NO DIREITO SOCIETÁRIO

Cláudio Finkelstein

Professor do programa de educação continuada e especialização em Direito GVlaw, professor de Direito Internacional nos cursos de graduação e pós-graduação da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e coordenador da subárea de Direito Internacional do curso de pós-graduação dessa instituição, mestre pela University of Miami e doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, árbitro do Corpo da Câmara Arbitral de São Paulo e advogado.

9.1 Introdução

O instituto da arbitragem, reintroduzido no direito brasileiro em estatuto próprio em 1996, com o advento da Lei n. 9.307, tem sido cada vez mais utilizado no Brasil como forma alternativa e efetiva para a solução de controvérsias, tornando-se, inclusive, uma opção viável ao Judiciário. A arbitragem, ou juízo arbitral, foi um dos primeiros meios de solução de conflitos conhecidos pela história, método pelo qual as partes buscam pacificar as relações conflituosas mediante a intervenção de um terceiro, de forma privada.

Trata-se de um instituto legislado e conhecido há muito no Brasil, substantivado no direito brasileiro inicialmente pelas Ordenações Filipinas de 1603, e expressamente adotado pela Constituição brasileira de 1824, sendo efetivamente consagrado como forma de prevenir litígios nas Constituições de 1891 e 1969.

Em operações comerciais internacionais, recente pesquisa conduzida pela *Queen Mary University* de Londres, em parceria com a consultoria Price Waterhouse Coopers, constatou que aproximadamente 73% das

empresas multinacionais preferem o uso da arbitragem para solucionar suas disputas internacionais, e que 95% dessas empresas anseiam continuar ou ampliar a aderência a tal prática¹.

As principais razões para tal escolha são: a flexibilidade no processo; a possibilidade de execução do laudo em virtualmente qualquer jurisdição, devido à existência da Convenção de Nova York de 1958; o sigilo assegurado ao processo; a capacidade das partes de eleger um ou mais árbitros afetos à questão *sub judice*; assim como a possibilidade de eleger uma lei apta a adequar a negociação à efetiva vontade das partes. As desvantagens normalmente estão associadas às custas, que algumas vezes podem ser superiores às do processo judicial; a ausência de prazos e fases definidas, que podem retardar o encerramento de alguns procedimentos; a possibilidade de intervenção do Judiciário, retardando ainda mais o procedimento; assim como a dificuldade em compelir terceiros a participar do processo.

Há também uma percepção generalizada de que a revisão judicial de laudos arbitrais é impossível, o que não é verdade para alguns casos. O mérito da decisão efetivamente não se sujeita a um segundo grau de jurisdição, mas questões formais ou preliminares rechaçadas pelos árbitros podem ser revistas em juízo. Ademais, muitos dos problemas identificados no procedimento arbitral também são encontrados na solução pela via judicial.

Por essas razões, somadas à cultura da submissão dos particulares aos órgãos da administração estatal e à ideia de que a administração da justiça é monopólio do Estado, é que infelizmente a arbitragem nunca se firmou como opção viável em contratos celebrados em território nacional, um pouco pela ausência de um marco legal definido e de uma cultura avessa à intervenção privada em um domínio tido como exclusivo do Judiciário estatal, um pouco pelo desprestígio ao instituto outorgado pela lei até então vigente², que, nas raras ocasiões em que o fazia, demandava um procedimento extremamente gravoso para dar efetividade às decisões arbitrais, e muitas vezes produzia um laudo (decisão) que não poderia ser executado.

Tal cenário interno mudou. Diversas são as áreas em que a arbitragem se tem mostrado como instrumental eficaz, e, para questões no âmbito

societário, esta demonstra um promissor potencial, devido à especificidade das questões que podem surgir entre sócios de uma empresa e entre estes e a própria empresa.

A mesma lógica que leva milhares de empresas e empresários a optar pela arbitragem para a solução de suas controvérsias comerciais internacionais pode ser utilizada como paradigma para eleger a arbitragem como forma de solução de controvérsias societárias. A uma porque grande parte das empresas modernas tem capital e sócios estrangeiros e atuações em diversas localidades do globo, ou busca sócios com esse perfil para integrar seu quadro societário; a duas porque as lides societárias, assim como nas operações de comércio internacional, são extremamente intrincadas e específicas, e seu manuseio e comando não são dominados por grande parte dos integrantes do Judiciário pátrio, seja por falta de prática, vivência ou preparo; a três porque em determinadas ocasiões pode ser útil às partes a eleição de um direito outro que o brasileiro³, e a única forma de fazer prevalecer uma decisão pautada em direito estrangeiro é a via arbitral; a quatro porque a sociedade pode continuar suas atividades sem qualquer interferência externa, focando seus esforços em sua atividade-fim, e não num contencioso aberto que muitas vezes atribula ou interrompe a vida da empresa. Por fim, num mercado cercado de terceiros ilegitimamente interessados nos assuntos internos da sociedade, a possibilidade de resolução de controvérsias de forma técnica, eficaz, veloz e sigilosa pode garantir a preservação e a independência da empresa.

Por ser um tema de grande amplitude, o presente artigo tentará demonstrar as questões mais relevantes de forma sucinta e clara, buscando analisar unicamente os aspectos mais importantes do instituto.

9.2 Breves considerações sobre o instituto da arbitragem

A Lei n. 9.307/96 alterou as regras até então vigentes no Brasil relativas à arbitragem, possibilitando eficazmente solucionar litígios por meio da indicação de árbitros ou instituições arbitrais escolhidas pelas partes.

A arbitragem, na forma prescrita pela lei, está apta a solucionar unicamente controvérsias que versem sobre direitos patrimoniais disponíveis, sendo adotada como método alternativo ao Poder Judiciário. Alternativo, pois se trata de instituição privada, de efeitos judicantes.

Dentre as vantagens a serem elencadas podemos destacar a maior aderência à autonomia das vontades das partes; a rapidez; o preparo e a vivência do árbitro nas questões levadas à sua apreciação; por vezes um custo menor; legalidade e possibilidade de execução forçada da decisão; assim como a manutenção de sigilo quanto ao procedimento e à decisão a ser alcançada.

Adicionalmente, mister se faz afirmar que o árbitro deve ser pessoa ou instituição estranha à empresa e aos acionistas, uma vez que, nos termos do art. 14 da Lei 9.307/96, aplicam-se aos árbitros os mesmos impedimentos ou suspeição dos juízes. Às partes, todavia, é lícito transigir nesse aspecto havendo um terceiro interessado ou afeto à causa que conte com a confiança da totalidade dos participantes do processo arbitral.

A arbitragem pode ser *ad hoc* ou institucional. A primeira não é necessariamente conduzida sob as diretrizes e normas de nenhuma instituição arbitral regularmente constituída, de forma que as partes podem convencionar livremente as regras procedimentais e a seleção dos árbitros, podendo inclusive, se acharem conveniente, sujeitá-las a procedimento institucional. Já quando submetidas a uma instituição arbitral, as partes concordam em solucionar a disputa por essa instituição especializada, que administrará os procedimentos nos moldes de suas próprias regras, previamente conhecidas e aceitas pelas partes.

9.3 Direito societário: arbitragem e cláusula compromissória

A aceleração do comércio e a rapidez no desenvolvimento dos negócios empresariais vêm acarretando mudanças no dia a dia das empresas, daí a busca por um mecanismo de solução de conflitos mais ágil e eficaz, necessidade esta que, cominada com a introdução do § 3º do art. 109 da Lei

das S.A., em 2001, acabou por finalmente legitimar o uso do instituto da arbitragem à solução das controvérsias societárias.

A busca por características como confidencialidade, agilidade e sigilo deveriam incentivar ainda mais o uso da arbitragem para solucionar conflitos empresariais entre acionistas minoritários, acionistas controladores, destes entre si ou entre a companhia e acionistas, dirimindo conflitos entre administradores ou terceiros, protegendo assim as relações internas e externas, fomentando a confiança do mercado e evitando potenciais danos à imagem da empresa.

O Código Comercial de 1850 já previa a arbitragem como forma de solução de conflito entre os sócios ou acionistas de uma empresa. Inserida no contrato social ou estatuto social ou até mesmo, como é mais usada, em documentos como o acordo de quotistas ou de acionistas, trata-se de instituto já conhecido pela doutrina e jurisprudência pátria.

Por meio de cláusula compromissória inserida no documento social da empresa, ou em documento apartado, as partes capazes de contratar firmam a cláusula compromissória para solucionar eventuais divergências no cumprimento ou interpretação dos atos constitutivos das sociedades.

Pela cláusula compromissória, as partes devem acordar em submeter-se às regras de um órgão arbitral institucional ou entidade especializada, ou a arbitragem *ad hoc*, optando por regras próprias ou se sujeitando às regras de uma instituição. Dessa forma, quando for invocada, seguirá as normas previamente estipuladas.

O art. 4º da Lei n. 9.307/96 define a cláusula compromissória da seguinte forma: “A convenção através da qual as partes em um contrato comprometem-se a submeter à arbitragem os litígios que possam vir a surgir, relativamente a tal contrato”. Importante notar que tal determinação é feita *in abstracto*, ou seja, antes da ocorrência de qualquer conflito. É a predeterminação da via arbitral como a única apta a solucionar quaisquer controvérsias oriundas da interpretação daquele contrato.

A cláusula compromissória inserida no instrumento contratual é o meio mais adequado para refletir a vontade e a intenção das partes de ter seus conflitos solucionados por arbitragem, devendo-se especificar quais tipos de controvérsias serão solucionados por tal via ou, como costuma acontecer na

maioria das vezes, que a arbitragem seja usada para a solução de todas as divergências, dentro dos limites legais.

No direito societário, assim como em outros ramos do direito em que a arbitragem pode ser utilizada, as partes podem instituí-la mesmo quando não tiverem inserido cláusula nesse sentido no instrumento social constitutivo, convencendo os termos do procedimento no chamado compromisso arbitral.

O compromisso arbitral, nos termos do art. 9º da Lei n. 9.307/96, é “a convenção através da qual as partes submetem um litígio à arbitragem”. Assim, uma vez identificada a natureza e a extensão da controvérsia, as partes podem optar por encaminhá-la à arbitragem, mediante a assinatura de um compromisso arbitral. Este difere da cláusula arbitral por se tratar do documento necessário para iniciar o procedimento arbitral, e só pode ser invocado *in concreto*, ou seja, quando já existe um conflito a ser dirimido.

Vale ressaltar ser extremamente importante a forma como são elaborados, seja a cláusula ou o compromisso arbitral, devendo sua redação, idioma, conteúdo, local da arbitragem e o órgão arbitral ser predeterminados de forma clara e direta, para que a arbitragem possa cumprir sua finalidade, além de demonstrar com clareza inequívoca a vontade das partes, evitando assim que as sociedades ou seus sócios/acionistas/quotistas venham questionar no Judiciário sua validade.

Dessa forma, apesar de facultativa a opção pelo juízo arbitral, uma vez adotado por meio de cláusula compromissória ou de compromisso arbitral, as partes se vinculam a esse modo para solucionar suas controvérsias, podendo qualquer delas, a qualquer tempo, requerer a instalação do juízo arbitral para dirimir seus litígios.

9.4 A arbitragem nas sociedades limitadas

No que tange às chamadas sociedades por quotas de responsabilidade limitada, cujas regras estão definidas no Código Civil brasileiro (arts. 1.052 a 1.087), nosso legislador, pela adoção do parágrafo único do art. 1.053, autorizou a adoção supletiva das regras das sociedades anônimas. Assim, o paralelo entre essas formas torna-se marcante.

A lei brasileira de arbitragem, em seu art. 4º, § 1º, estabelece que “A cláusula compromissória deve ser estipulada por escrito, podendo estar inserta no próprio contrato ou em documento apartado que a ele se refira”. Dessa forma, a arbitragem pode ser instituída na sociedade limitada em seu contrato social, visando dirimir conflitos entre sócios, na liquidação da empresa, entre sócios e empresa e até mesmo na partilha de seu acervo.

Pedro A. Batista Martins comenta: “Por força dos elementos constitutivos, a estipulação do pacto arbitral não deverá, no mais das vezes, enfrentar maiores percalços”⁴.

Por meio de uma cláusula compromissória inserida em acordo de quotistas de uma sociedade limitada, podem os sócios manifestar a vontade unânime de preservar a empresa, referindo quaisquer controvérsias entre os quotistas a via arbitral, produzindo todo e qualquer efeito até então supostamente tutelado somente pela jurisdição estatal. O árbitro, ou os árbitros, podem decidir quaisquer assuntos, nomear interventores ou mesmo expedir ordens liminares⁵.

O instrumento no qual constar a utilização da arbitragem para dirimir qualquer litígio, desde que assinado pelos sócios/quotistas, não será passível de qualquer dúvida no que tange à cláusula compromissória e deverá afastar do Judiciário o conhecimento de qualquer causa.

Inexistindo no contrato social a cláusula compromissória, ou sendo inserida posteriormente a sua constituição por decisão dos quotistas majoritários, somente estes se vincularão à arbitragem como forma de solucionar controvérsias. Aqueles minoritários que não votaram positivamente, assim como aqueles que estiveram ausentes da assembleia ou reunião que adotou tal cláusula ou dela não tiveram notícia, a ela não se vincularão, por se tratar a arbitragem de instituto derivado de declaração personalíssima de vontade, não podendo a decisão de alguns, ainda que a maioria, excluir da parte recalcitrante ou ausente o direito constitucionalmente garantido de resolver suas questões pelo juízo estatal. No entanto, uma vez tendo ciência da existência de tal cláusula, competirá ao sócio a opção de continuar ou não vinculado à empresa, devendo, se nela permanecer, sujeitar-se ao procedimento arbitral.

É fato cediço que a prerrogativa de ajuizar ações, instituída pelo art. 5º, XXXV, da Constituição Federal, é passiva de transação de direitos; em

havendo concordância tácita ou expressa à cláusula compromissória, o sócio estará vinculado à arbitragem como forma exclusiva para a solução de controvérsias societárias. Não é possível a discordância com a instituição de tal forma de dirimir as questões societárias se aprovado em consonância com o *quorum* legal ou contratual. O voto negativo ou o mero protesto pela sua não vinculação constituiria justa causa⁶ para a exclusão do sócio recalcitrante, ou o autorizaria, nos termos do art. 1.077 do Código Civil, a retirar-se da sociedade voluntariamente, mas não o desobrigaria de sujeitar-se ao procedimento arbitral caso permaneça como sócio da empresa.

Vale salientar que em 1999, portanto antes da edição do Código Civil de 2002, Arnaldo Wald constituiu uma comissão com o objetivo de elaborar uma lei específica para as sociedades por quotas de responsabilidade limitada. Esse anteprojeto previa em seu art. 4º o que segue: “O contrato social poderá: (...) II – prever: (...) g) a solução por arbitragem dos conflitos entre a sociedade e os sócios ou entre estes, com a indicação da forma pela qual deverá ser realizada”.

No mesmo projeto, o art. 46 estabelecia: “O contrato social poderá submeter à arbitragem as divergências entre a sociedade e os sócios ou entre estes, especificando as regras aplicáveis”.

No entanto, tal projeto não foi aprovado, e o Código Civil é silente quanto a esse aspecto. Em casos de omissão, podemos afirmar que a eleição da arbitragem como forma de solução de controvérsias não é vedada pelos dispositivos de lei que hoje regem as sociedades por quotas de responsabilidade limitada, desde que as partes tenham anuído com tal forma de solução de litígios, o objeto da arbitragem esteja restrito a questões de ordem patrimonial e sejam relativos a direitos que sejam disponíveis pelas partes.

9.5 A arbitragem nas sociedades anônimas

A Lei de Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404/76, em diversos momentos destaca expressamente a arbitragem.

O art. 109, § 3º, introduzido pela Lei n. 10.303/2001, estabelece que “O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre acionistas

e a companhia ou entre os acionistas controladores e os minoritários, poderão ser solucionados mediante arbitramento, nos termos em que especificar”.

Nos termos da lei, existe a possibilidade de solucionar conflitos entre acionistas minoritários, acionistas controladores ou controvérsias entre a companhia juntamente com seus acionistas e administradores pela via arbitral.

Maria Eugênia Finkelstein expõe que “as Sociedades Anônimas são constituídas por meio de um estatuto social (...), que é a lei máxima que rege a vida da companhia e a relação desta com seus acionistas. É no estatuto social que se encontram disposições gerais que regulam o funcionamento da companhia⁷”. Assim, forçoso afirmar que a natureza jurídica do estatuto social é contratual. Dessa forma, havendo consenso quanto ao uso da prerrogativa legal da inserção da arbitragem para dirimir controvérsias no seio da sociedade e havendo cláusula contratual nesse sentido, há de se afirmar que essa determinação faz lei entre as partes (*pacta sunt servanda*). A assembleia de acionistas é soberana ao ditar os rumos da sociedade, e, havendo a aprovação desse órgão, seja na constituição desta, seja em aditamento aos seus atos constitutivos, todas as partes que desejam permanecer na companhia devem submeter-se a tal forma de solução de controvérsias.

Corroborando o posicionamento anteriormente exposto, que classifica a eleição da via arbitral como exercício de direito personalíssimo que necessita da anuência ou da declaração de vontade do sócio de submeter-se a tal meio, faz-se necessário expor que existem dúvidas quanto à vinculação deste ao procedimento arbitral por novos acionistas ou acionistas recalcitrantes, em detrimento da proteção de direitos essenciais (assim como os não essenciais) pela via judiciária.

Doutrinadores como Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik⁸ defendem que a cláusula compromissória deve ser especificamente aprovada, por escrito, pelos sócios que ingressam posteriormente na sociedade, sob pena de sua invalidade.

A questão da submissão dos novos acionistas ao procedimento arbitral estatuído em segundo momento gera dúvidas no que diz respeito à necessidade de convalidação em documento apartado, revestido de

formalidades adicionais para garantir à sociedade e à totalidade dos sócios sua submissão à arbitragem. Por óbvio que a existência de tal documento é recomendável, mas não nos parece ser imprescindível.

Carvalhosa e Eizirik⁹ afirmam que a submissão *erga omnes* dos sócios a uma cláusula compromissória “não vincula os acionistas que não tenham inequívoca, livre e expressamente contratado a referida cláusula ou a ela expressamente aderido, nos termos do § 2º do art. 4º da lei n. 9.307/96”. Todavia, a *mens legislativa* que norteia essa determinação da lei de arbitragem pressupõe tratar-se essas formas contratuais de contrato comerciais, e, no mais das vezes, de relações de consumo, o que não pode nem deve ser tomado com paralelo nesta discussão.

Tal situação é também distinta daquela prevista na legislação italiana (Decreto Legislativo n. 5, de 17 de janeiro de 2003), que contém dispositivos próprios para a arbitragem em matéria societária e determina que, uma vez aprovada a cláusula compromissória, esta vinculará todos os sócios¹⁰.

Uma vez que a cláusula compromissória consta do estatuto da companhia, ou nela é introduzida *a posteriori*, os novos acionistas não precisam demonstrar em documento separado que concordam com a inserção de arbitragem para solucionar conflitos societários. Uma vez demonstrada de boa-fé, a ciência inequívoca de que a parte teve acesso ao texto do documento constitutivo da obrigação de arbitrar conflitos, a parte deve ou anuir com tal prerrogativa ou retirar-se da sociedade, uma vez que arbitragem é a forma preferida por ela para solucionar seus conflitos. Nesse caso não se trata da prevalência da vontade individual da parte, mas sim da vontade da pessoa jurídica, representada pelo voto positivo da maioria dos sócios. Não se trata de imposição do juízo arbitral, mas sim de uma opção da empresa à qual a totalidade dos acionistas deve sujeitar-se.

Uma vez que a assembleia dos acionistas, órgão deliberativo máximo da sociedade, reúne-se e decide alterar a forma de exercício de um direito, sem, no entanto, suspendê-lo, essa passa a ser a vontade da companhia. Assim, a declaração de vontade do sócio discordante deverá ser negativa, mas sua vontade individual não poderá sobrepor-se à vontade da maioria, que representa a vontade da companhia.

À assembleia compete “discutir, votar e deliberar sobre qualquer assunto do interesse social¹¹”. O cumprimento com o *quorum* prescrito na lei, ou no estatuto social, é que determina os limites da decisão. Se em consonância com tal prescrição legal, a decisão que impõe conduta diversa da anteriormente contratada vincula a totalidade dos sócios.

A lei não determina que nas arbitragens societárias a declaração deva ser expressa, nem veta a renúncia tácita, instituto já consagrado no direito brasileiro. A vontade de se submeter ao procedimento arbitral pode ser implícita, desde que seja inequívoca. O protesto com o condão de preservar um direito anteriormente estatuído, da mesma forma, não produzirá os efeitos almejados.

A retirada do sócio inconformado, a despeito de não se inserir no rol das causas possíveis do art. 137 da Lei das S.A., justificar-se-ia por haver alteração essencial na mecânica operacional e supressão de direito adquirido, direito este elencado entre aqueles do art. 5º da Constituição Federal, ao qual a parte não deseja renunciar, mas cuja alteração e validade resta autorizada por lei e pela vontade soberana da maioria do capital social. É o único remédio eficaz, uma vez que a compulsoriedade da arbitragem como forma de solucionar controvérsias seria uma violência ainda maior. Por existir omissão da lei¹² com relação ao caso em comento, o juiz deverá valer-se da analogia, do costume e dos princípios gerais do direito para autorizar a retirada do sócio descontente.

Modesto Carvalhosa afirma que não pode a cláusula compromissória estatutária negar o direito de ingresso em juízo de qualquer acionista que não tenha expressamente aderido a essa mesma cláusula, na forma prescrita na lei, e que são partes, para efeitos de celebração de cláusula compromissória estatutária, a própria sociedade e os acionistas que expressamente concordaram com essa substituição do foro judicial pelo arbitral.

A questão essencial é a forma da manifestação da vontade, que é inequívoca quando da assinatura do estatuto, impossibilitando alegar falta de conhecimento da cláusula compromissória, enquanto o novo acionista deve, por meio de declaração expressa ou reconhecimento tácito, manifestar seu consentimento, aceitando e reconhecendo assim que o compromisso arbitral é válido. Da mesma forma, a alteração do estatuto social visando

criar tal cláusula somente vinculará o sócio ausente caso ele tenha recebido convocação para assembleia contendo na pauta deliberações quanto à inserção de cláusula compromissória, assim como o extrato ou cópia da ata que votou favoravelmente a sua inserção ou por outro meio tenha acesso a tal modificação dos atos constitutivos da sociedade. Ao sócio que votou negativamente à inserção da cláusula compromissória somente caberá retirar-se da sociedade ou, ainda que a contragosto, sujeitar-se ao procedimento arbitral.

Ou seja, a cláusula compromissória obriga a todos que dela têm ciência, inclusive aqueles que votaram contrariamente à sua inserção e optaram por permanecer no quadro societário, uma vez que a ciência inequívoca da sua existência vincula todos à decisão soberana da assembleia. A vontade da maioria deverá prevalecer, desde que preservados os direitos dos descontentes, direito este restrito a retirar-se da sociedade caso não aceite a adoção da cláusula compromissória. Uma vez que o estatuto social tem força de lei, vinculando a totalidade dos sócios e a sociedade, a liberdade da parte está severamente limitada no tocante à forma de solucionar as suas controvérsias, devendo submeter-se à forma escolhida pela assembleia geral.

9.6 A arbitragem em outros tipos societários

A via arbitral pode também ser utilizada em outras estruturas societárias, diversas daquelas até agora tratadas, uma vez que, inserida a cláusula compromissória no instrumento constitutivo da forma associativa, as partes demonstram sua vontade inequívoca de instituir a arbitragem no caso da eclosão de um conflito. A sua validade justifica-se por se tratar de forma de solução de controvérsia não defesa em lei, autorizada nos termos da Lei n. 9.307/96 e, ainda, supletivamente, pela aplicação da Lei das S/A.

Formas societárias como a sociedade simples, o consórcio, a sociedade em conta de participação e o grupo de sociedades deveriam cada vez mais incluir a arbitragem em seus contratos constitutivos, visando recorrer a tal método para solucionar controvérsias futuras em vez de recorrer ao Judiciário.

Tal fato, ou melhor, a expectativa de que cada vez mais empresas recorram à arbitragem como forma de solução de suas controvérsias contratuais, fomentou a criação e a ampliação de algumas câmaras arbitrais, como a Câmara da Bovespa e a SP Arbitral, da Junta Comercial do Estado de São Paulo e FECOMÉRCIO. Uma das formas de assegurar que a arbitragem evolua sempre é fornecer ao mercado instituições sérias e preparadas aos desafios da arbitragem.

As vantagens demonstradas pela via arbitral também atraem os que utilizam esses tipos diversos e menos utilizados no direito societário pátrio, uma vez que tais sociedades implantam a cláusula compromissória como forma de garantir celeridade e sigilo em suas possíveis controvérsias, o que demonstra a efetividade do instituto.

É necessário salientar, porém, que esses tipos societários, assim como as sociedade anônimas, podem ter a cláusula compromissória estipulada posteriormente, em documento apartado, por isso dúvidas e questionamentos posteriores devem ser analisados para que ocorra o cumprimento da efetividade da arbitragem.

Essa forma de solução de controvérsias não deve ser confundida com arbitragem de questões trabalhistas ou consumeristas, por envolver potenciais direitos indisponíveis, ou com a “Corporate Complaint System”¹³ do direito norte-americano, pois este é um sistema de solução de controvérsias entre a empresa e seus empregados, principalmente os não sindicalizados, e não da empresa e seus sócios, foco da arbitragem societária.

9.7 Conclusão

A arbitragem já se fixou como excelente opção privada para solução de controvérsias aos operadores do comércio, sendo quase uma regra nos contratos comerciais internacionais.

Recente mudança legislativa ocorrida no Brasil, introduzindo um estatuto próprio à arbitragem, reforçado por alteração na Lei das S.A., propiciou as formas associativas de o direito brasileiro introduzir a arbitragem como forma de solução de suas controvérsias.

A dificuldade reside em definir se os sócios que não optarem por ter a arbitragem como forma de solver suas controvérsias vinculam-se a tal método ou preservam os direitos, consagrados pela Constituição Federal, de acionar a parte discordante em juízo.

Concluimos que a decisão da sociedade de referir à arbitragem seus conflitos internos deve sempre ser tomada pelo juízo arbitral, cabendo ao sócio discordante o direito de se retirar da sociedade, inclusive nas S/A.

REFERÊNCIAS

CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

COELHO, Fabio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 2.

CRETELLA NETO, José. **Curso de arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

DINIZ, Maria Helena. **Lei de Introdução ao Código Civil brasileiro interpretada**. 9. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

ENEI, Jose Virgilio Lopes. A arbitragem nas sociedades anônimas. **RDM 129**, São Paulo, n. 129, v. 42, p. 136-173, 2003.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia. **Direito empresarial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2006. v. 20.

HLAVNICKA, Karin. Arbitragem nas sociedades anônimas. **Revista de Direito Internacional e Econômico**, Porto Alegre: Síntese/INCE, v. 4, n. 15, abr./jun. 2006.

INTERNATIONAL ARBITRATION: Corporate attitudes and practices, 2006.

MARTINS, Pedro Batista. A arbitragem nas sociedades de responsabilidade limitada. **RDM 129**, v. 42, 2003.

ROVAI, Armando. A caracterização da justa causa na exclusão de sócio na sociedade empresária do tipo limitada. **Revista de Direito Internacional e Econômico**, n. 15, abr./jun. 2006.

YARN, Douglas. **Dictionary of conflict resolution**. San Francisco: Jossey-Bass Inc., 1999.

1 International arbitration: Corporate attitudes and practices 2006.

2 RE 58.696, 2.6.67, **RTJ**, 42/312, 315: “Trata-se de cláusula compromissória (*pactum de compromittendo*), que ainda não é o compromisso constitutivo do Juízo arbitral, mas obrigação de o celebrar, como bem esclarece Clóvis. Trata-se de uma obrigação de fazer que se resolve em perdas e danos e que, como pacto de ordem privada, não torna incompetente o juiz natural das partes, se a ele recorrerem”.

3 Desde que, nos termos do art. 17 da LICC, tais decisões não sejam ofensivas à ordem pública, à soberania nacional ou aos bons costumes.

4 MARTINS, p. 63.

5 Lei n. 9.307/96, art. 22, § 4º: “Ressalvado o disposto no § 2º, havendo necessidade de medidas coercitivas ou cautelares, os árbitros poderão solicitá-las ao órgão do Poder Judiciário que seria, originariamente, competente para julgar a causa”.

6 Armando Rovai sumariza a justa causa como sendo provocada pela intolerância entre os sócios, e sintetiza seus entendimentos com a seguinte frase: “Para se entender a intolerância em âmbito societário, há de se perquirir a natureza dos conflitos, muitas vezes ligadas às estratégias empresariais e aos sistemas administrativos pretendidos, diferentemente, pelos sócios” (ROVAI, 2006, p. 96).

7 FINKELSTEIN, 2006, p. 79.

8 “Não há presunção de renúncia de direito essencial de qualquer acionista, tanto mais em se tratando de pacto parassocial, cuja natureza é a de cláusula compromissória estatutária. Não se pode presumir que alguém haja deferido a solução de controvérsias a um colégio arbitral pelo simples fato de estar ele previsto no estatuto. Não há implícita renúncia a direito essencial do acionista. Não pode, assim, a sociedade ou a maioria dos acionistas impor a cláusula compromissória estatutária a quem não a tenha constituído ou a ela não tenha aderido expressamente, por documento formal” (CARVALHOSA E EIZIRIK, 2002, p. 184).

9 CARVALHOSA E EIZIRIK, 2002, p. 190.

10 “An arbitration clause will be binding on the company and all of its members, including those whose capacity as member is in dispute. Hence, new members are also bound by the clause, even without a specific approval. The by-laws may extend the arbitration clause to disputes commenced by or against the company’s directors, liquidators and internal auditors, in which case the clause will be binding upon them following their formal acceptance of appointment, hence without a specific approval of the clause.” Trad Livre:

“Uma cláusula arbitral vinculará a companhia e todos seus membros, inclusive aqueles cuja capacidade de figurar como membros esteja em discussão. Desta forma, novos membros também se vincularão à cláusula, mesmo sem uma aprovação específica. Os atos societários também poderão estender a cláusula compromissória a disputas iniciadas por ou contra os diretores da companhia, seus liquidantes ou auditores internos, casos em que a cláusula será vinculante após a aceitação formal de tal cargo, sempre sem a aprovação específica da cláusula” (<http://www.globalarbitrationreview.com/ear/italy.cfm>, acessado em 12.03.2007).

11 COELHO, 2002, p. 194.

12 Ou, nas palavras de Maria Helena Diniz (DINIZ, 2002, p. 92 e 93): “Quando, ao solucionar um caso, o magistrado não encontra norma que lhe seja aplicável, não podendo subsumir o fato a nenhum preceito, porque há falta de conhecimento sobre um *status* jurídico de certo comportamento, devido a um defeito do sistema que pode consistir numa ausência de norma, na presença de disposição legal injusta ou em desuso, estamos diante do problema das lacunas”.

13 YARN, Douglas. **Dictionary of conflict resolution**. Jossey-Bass Inc., San Francisco, 1999. p. 133: “Dispute resolution system used inside an organization and designed to resolve internal disputes typically involving nonunion employees’ complaints”.

10 DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE ANÔNIMA – O CASO LUIZ KIRCHNER

Ana Marta Cattani de Barros Zilveti

*Professora do programa de educação continuada e especialização em
Direito GVlaw, Mestre em Direito Civil pela Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo, Advogada em São Paulo.*

10.1 Introdução

Tema bastante polêmico, tanto na doutrina como na jurisprudência, é a possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima, a qual, a despeito de não estar prevista na Lei n. 6.404/76 (Lei das S/A) vem ganhando espaço nos tribunais. De um lado, posicionam-se aqueles que propugnam pela interpretação restritiva da lei, querendo limitar as hipóteses de retirada de acionista àquelas em que se caracteriza o direito de recesso, conforme previsto no art. 137 da Lei das S/A. De outro lado, estão aqueles que buscam interpretação legislativa menos rigorosa, em consonância com o princípio da preservação da empresa e de sua função social.

Em caso que tramitava no Judiciário há muitos anos, o Superior Tribunal de Justiça – STJ, em 2008, afinal reconheceu a possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima de capital fechado, em que eram acionistas membros da mesma família Kirchner. Pelo seu longo tempo de tramitação e inúmeros recursos envolvidos, trata-se de caso emblemático, que traz em si importantes temas do direito societário, como a separação entre sociedades de capital e de pessoas e o princípio da preservação da empresa. O caso Luiz Kirchner resume os principais argumentos trazidos pela corrente jurisprudencial que vinha se formando há algum tempo.

Ademais, esse julgamento da 2ª Seção, por unanimidade, vem pacificar a questão no STJ, onde anteriores julgamentos, datados de 1993, 2000 e 2001¹, haviam decidido em sentido contrário, e a última decisão daquela Corte (caso Cocelpa), datada de 2006, ainda que no mesmo sentido do caso Kirchner, devido à maioria “apertada” de votos (5 X 4), havia deixado margem a dúvidas.

Este artigo analisa as decisões de segunda e terceira instâncias do caso Luiz Kirchner² e os precedentes jurisprudenciais no STJ, buscando traçar pontos em comum e pontos controversos. Afinal, a corrente jurisprudencial firmada pela decisão do caso Luiz Kirchner traz certezas ou incertezas? Cria dificuldades ou soluções?

A companhia Luiz Kirchner S/A Indústria de Borracha foi formada em 1960 por Luiz Kirchner e seus filhos, Ludwig e Otto, inicialmente como sociedade limitada e posteriormente transformada em anônima. Com o falecimento de Ludwig, seus filhos Luiz Felipe Kirchner e Bárbara Cristina Kirchner buscaram participar dos negócios, porém foram impedidos por Otto, que exercia a administração de fato da empresa, tendo em vista que o pai, Luiz, em idade avançada, não mais se envolvia nos negócios sociais. Assim, ingressaram, os sócios minoritários, Espólio de Ludwig Kirchner e os herdeiros – filhos de Ludwig – com ação de dissolução parcial de sociedade comercial, com apuração de haveres.

A sentença julgou procedente o pedido e declarou parcialmente dissolvida a sociedade, com a retirada dos autores e apuração de seus haveres. A 6ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJ-SP) manteve a sentença, negando provimento à apelação, em decisão tomada por maioria, em 19 de fevereiro de 1998. Em embargos infringentes, o TJ-SP manteve a decisão. Em 15 de agosto de 2002, após recurso especial interposto por Luiz Kirchner S/A, a 3ª Turma do STJ apreciou a questão, decidindo por unanimidade pelo provimento do recurso especial, diante da impossibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima, por falta de previsão legal.

Os embargos de declaração foram rejeitados e, após quase seis anos, em 28 de maio de 2008, foram julgados os embargos de divergência, que trouxeram nova reviravolta ao caso, pois a 2ª Seção do STJ reconheceu a divergência e acolheu o entendimento esposado pela 4ª Turma, por

unanimidade, entendendo ser admissível a dissolução de sociedade anônima de características nitidamente familiares em que predomina a *affectio societatis*.

10.2 A decisão do TJ-SP

10.2.1 Apelação Cível – AC 003.299-4/0

A decisão do TJ-SP funda-se no argumento central de que a empresa é sociedade anônima fechada, *intuitu personae*, para cuja formação prepondera a qualidade pessoal dos acionistas, que mantêm relação de parentesco, em verdadeira sociedade familiar. Baseia-se na interpretação do art. 336 do Código Comercial, para admitir a possibilidade de dissolução parcial diante da animosidade reinante entre os sócios. A quebra da *affectio societatis* é vista como fator causador da dissolução, emprestando-se papel relevante à vontade dos sócios. *Se a sociedade resulta da vontade dos sócios, é razoável que esta mesma vontade funcione como fator que cause a dissolução.*

Menciona, também, o princípio constitucional de que ninguém está compelido a associar-se ou a permanecer associado, concluindo que a sociedade deve continuar a perseguir seus fins sociais com os sócios remanescentes.

O voto vencido da Desembargadora Luzia Brandão Lopes analisa a ata de transformação da empresa em sociedade anônima, seus estatutos sociais e o acordo de acionistas, para demonstrar que os sócios livremente escolheram a forma de sociedade anônima, sem fazer ressalvas à aplicação da Lei das S/A exceto pelo estabelecimento do direito de preferência entre os acionistas na aquisição das ações. O Estatuto prevê que a companhia somente será liquidada por deliberação da assembleia geral ou nos casos previstos em lei.

Assim, entendeu que os membros da família tiveram a intenção de formar uma S/A justamente para impedir futura dilapidação do patrimônio e propiciar a continuidade da empresa, independentemente das relações pessoais entre os acionistas. Se a companhia vem cumprindo a sua finalidade, *que não é a de manter em harmonia os descendentes dos*

fundadores, só poderá ser dissolvida nas hipóteses previstas em lei, pois a dissolução atinge também interesses de terceiros, trabalhadores e comunidade, que não podem ser desrespeitados sem fundamento legal.

Esta decisão foi objeto de embargos infringentes, que foram rejeitados pela 6ª Câmara do TJ-SP, pelos mesmos fundamentos da personalidade e quebra da *affectio societatis*, citando-se vários precedentes daquele Tribunal, favoráveis à dissolução parcial, envolvendo sociedades limitadas.

10.3 A decisão do STJ

10.3.1 Recurso Especial – REsp 419.174-SP

O voto do Min. Relator Carlos Alberto Menezes Direito, no caso Luiz Kirchner, baseia-se em três argumentos básicos:

- (i) impossibilidade de dissolução da sociedade anônima, em função de ausência de previsão na lei especial (Lei n. 6.404/76);
- (ii) a dissolução é instituto próprio das sociedades de pessoas, tais como as limitadas;
- (iii) não é possível transportar regras de um tipo societário para outro, independentemente das circunstâncias do caso concreto.

O Ministro anotou ainda em seu voto a circunstância de que a sociedade, inicialmente limitada, foi transformada, por vontade dos sócios, em sociedade anônima, o que denotaria expressa manifestação de vontade no sentido de optar por outro tipo societário, sujeito a regras próprias.

Os demais ministros acompanharam o voto do relator, firmando entendimento no sentido de que *é incompatível com a natureza e o regime jurídico das sociedades anônimas o pedido de dissolução parcial, feito por acionistas minoritários, porque reguladas em lei especial que não contempla tal possibilidade.*

10.3.2 Embargos de Declaração – EDcl 419.174

Alegaram os requerentes que o acórdão embargado não havia enfrentado a questão da natureza *intuitu personae* da sociedade, em função dos laços familiares que permeavam seus acionistas.

Os embargos de declaração, julgados em 3 de dezembro de 2002, foram rejeitados pelo STJ sob o fundamento de que não havia omissão a ser sanada, pois no acórdão embargado foram expressamente desconsideradas as particularidades fáticas do caso concreto, ou seja, a questão de tratar-se de sociedade familiar, constituída *intuitu personae*. O fundamento do acórdão foi a simples existência de uma sociedade anônima, cujas regras não admitem dissolução parcial, este sendo *o único fato relevante* na visão dos julgadores.

10.3.3 Embargos de Divergência – EREsp 419.174

O Espólio de Ludwig Kirchner e seus herdeiros levaram a questão então para a 2ª Seção do STJ, tendo em vista a existência de precedente da 4ª Turma (REsp 111.294-PR) em sentido contrário ao decidido pela 3ª Turma. Primeiramente, não foi admitido o recurso, por falta de similitude com o acórdão paradigma, pois naquele se abordava a questão da ausência de distribuição de dividendos. Em agravo regimental, reconsiderada a decisão anterior, os embargos de divergência foram afinal admitidos.

Em 28 de maio de 2008, o recurso foi julgado e provido pelo colegiado, sendo estes os principais argumentos do voto do Min. Relator Aldir Passarinho Júnior:

(i) nas sociedades anônimas pequenas e médias, de cunho familiar, existe *affectio societatis*;

(ii) as características próprias das sociedades anônimas, impessoalidade e preponderância do capital, devem coexistir com a *affectio societatis*, no caso de sociedades familiares.

O Min. Relator transcreve e adota, ainda, os argumentos trazidos no voto do Min. Castro Filho, no precedente REsp 111.294, quanto à aplicação do princípio da preservação da empresa e sua utilidade social, que devem levar ao abrandamento da regra de dissolução total contida na Lei n. 6.404/76, para propiciar a dissolução parcial da sociedade anônima familiar.

10.4 Precedentes do STJ

O principal precedente do caso Luiz Kirchner é o caso Cocelpa³ que também foi objeto de Recurso Especial (REsp 111.294-PR) julgado em 19 de setembro de 2000, por maioria e, posteriormente, de Embargos de Divergência (EREsp 111.294-PR) decididos pela 2ª Seção do STJ, também por maioria, em 28 de junho de 2006.

No caso Cocelpa foi proposta inicialmente ação de dissolução total de sociedade, com pedido alternativo de dissolução parcial. Do mesmo modo que no caso Luiz Kirchner, entre votos vencedores e vencidos, confrontam-se duas linhas de argumentação: (i) as características familiares e a existência da *affectio societatis* em sociedade anônima fechada, aliadas ao princípio da preservação da empresa *versus* (ii) inexistência de previsão legal para a dissolução parcial de sociedade anônima e irrelevância da *affectio societatis* neste tipo societário, calcado no princípio do *intuitu pecuniae*. Dentre os argumentos favoráveis à dissolução parcial, interessante destacar ainda a ideia, repetida em vários votos, de que a Cocelpa, apesar de constituída como anônima, tratava-se na prática de sociedade limitada travestida de sociedade anônima.

Ademais, no caso Cocelpa, acolheu-se o argumento trazido pelos autores quanto à inexistência de lucros e de distribuição de dividendos pela sociedade há vários anos, como fator adicional a ensejar o pedido de dissolução parcial, pois seria *injusto manter o acionista prisioneiro da sociedade, com seu investimento improdutivo, na expressão de Rubens Requião*. Este argumento não é mencionado no caso Luiz Kirchner.

Os precedentes mais antigos do STJ, citados por vezes no caso Cocelpa e no caso Luiz Kirchner, são contrários à decretação de dissolução parcial de sociedade anônima. No REsp 171.354-SP⁴, embora se trate de empresa familiar, há decretação de carência da ação por impossibilidade jurídica do pedido de dissolução parcial de sociedade anônima, em face da inexistência de previsão legal, já que o art. 206 da Lei das S/A trata apenas da dissolução total da empresa, e o art. 137 cuida do direito de recesso, hipóteses diversas.

No REsp 247.002-RJ⁵, embora não se afaste a possibilidade de decretação da dissolução parcial de sociedade anônima, com base na regra geral contida no art. 335, item 5, do Código Comercial, entende-se que não

havia peculiaridades no caso concreto a justificar essa medida excepcional. Interessante notar que se tratava de sociedade fechada, constituída por reduzido número de acionistas, porém não de caráter familiar. Aqui também se discutiu a inexistência de distribuição de dividendos por cerca de 16 anos; porém, pela especificidade da atividade – plantio de árvores de longo prazo de maturação – e conforme perícia constante dos autos, restou provado que os resultados lucrativos somente poderiam surgir após 18 a 20 anos do início do plantio.

No REsp 22.814-5-SP⁶, cuida-se de pedido de dissolução total de sociedade anônima, com pedido alternativo de dissolução parcial e apuração de haveres dos sócios retirantes, baseada na ausência de distribuição de lucros por mais de 9 anos, em que o Tribunal de segunda instância acolheu a dissolução parcial e decidiu, em solução híbrida, pela aplicação do art. 45 da Lei das S/A, que cuida do direito de recesso, como base para apuração do valor devido aos acionistas retirantes. A decisão do STJ manteve o acórdão recorrido; no entanto, não adentrou ao julgamento do mérito – possibilidade de dissolução parcial –, recaindo sobre questões processuais técnicas apenas.

No Agravo Regimental AG 34.120-8-SP⁷, em caso que trata da retirada de sociedade coligada, acionista de sociedade anônima, também se acolhe o entendimento da impossibilidade jurídica do pedido de dissolução parcial, por falta de previsão no regramento das sociedades anônimas.

10.5 Análise

10.5.1 Direito de recesso e hipóteses de dissolução na Lei das S/A

A hipótese de dissolução parcial não está prevista na Lei das S/A, sendo o direito de retirada do acionista limitado àqueles casos previstos no art. 136, I a VI e IX, que tratam da discordância de deliberação aprovada em assembleia, sobre temas determinados: criação ou aumento de classe de ações preferenciais; alteração de preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização de classe de ações preferenciais; redução do

dividendo obrigatório; fusão ou incorporação; participação em grupo de sociedade; mudança do objeto social; cisão.

Somente nesses casos poderá o acionista dissidente retirar-se, no prazo de 30 dias, contados da assembleia que deliberou sobre o tema, seguindo a forma prevista no art. 137 e recebendo o reembolso de suas ações de acordo com o previsto no estatuto social. O valor, no entanto, não poderá ser inferior ao patrimônio líquido da companhia, demonstrado no último balanço social, exceto se prevista no estatuto hipótese de reembolso de acordo com o valor econômico da companhia, a ser mensurado por três peritos ou empresa especializada (art. 45).

As hipóteses de exercício do direito de recesso são limitadas e bastante específicas. Após a reforma da Lei das S/A em 2001 (Lei n. 10.303), tais hipóteses tornaram-se ainda mais específicas, conforme se infere da atual redação dos incisos do art. 137. No caso de cisão, por exemplo, o acionista somente terá direito à retirada, se a operação de cisão implicar mudança do objeto, redução do dividendo obrigatório ou participação em grupo de sociedades, hipóteses estas já previstas no próprio art. 136 como permissivas do exercício do direito de retirada. Mais fácil seria dizer, portanto, que no caso de cisão não há direito de recesso.

A noção de direito de recesso é relacionada primordialmente à necessidade de contrabalançar o princípio da maioria, outorgando-se à minoria dissidente uma saída. Significa dizer que o acionista, ao discordar de determinadas decisões estratégicas para a companhia, está, na verdade, discordando da forma de condução dos negócios sociais. Tal dissenso demonstra o desalinhamento de interesses econômicos e jurídicos e, quiçá, de ideais entre acionistas, Conselho e Diretoria, a tal ponto que o minoritário pode preferir simplesmente retirar-se. Não seria esta também uma forma de quebra da *affectio societatis*?

Como exceção à regra geral da decisão majoritária, o direito de recesso é, portanto, restrito aos casos descritos em lei. Os casos comentados, no entanto, embora tratassem de dissenso entre acionistas, não se enquadram em nenhuma das hipóteses do art. 137. Em todos os casos estudados, o fato gerador do dissenso foi identificado como a quebra da *affectio societatis*. Mas, como toda enumeração em *numerus clausus*, o problema que se

coloca é justamente o que fazer quando a hipótese fática que se apresenta é distinta daquelas previstas taxativamente em lei?

A Lei das S/A nesse particular, não oferece resposta, pois a alternativa ali prevista é somente a dissolução total da sociedade, tratada no art. 206, que cuida da dissolução de pleno direito e por decisão judicial. Em especial, o art. 206, II, *b*, prevê que a companhia pode ser dissolvida judicialmente, mediante ação proposta por acionistas representantes de 5% ou mais do capital social, quando não preencher o seu fim. Este artigo, por muito tempo, vem sendo usado pelos acionistas prejudicados como *válvula de escape*⁸, por representar causa genérica a propiciar a desvinculação do acionista, que não quer se ver associado pelo resto da vida.

O não preenchimento do fim social é expressão muitas vezes repetida na jurisprudência e doutrina, mas cujo significado exato carece de maior reflexão. O Código Comercial de 1850, ora revogado, já tratava, em seu art. 336, deste tema, ao dispor que a sociedade pode ser dissolvida judicialmente, se *impossível a continuação da sociedade por não poder preencher o intuito e fim social, como nos casos de perda inteira do capital social, ou deste não ser suficiente*. O art. 295 do Código Comercial, ao tratar especificamente das companhias de comércio ou sociedades anônimas, repete praticamente a mesma redação, mencionando como hipótese de dissolução a demonstração de que *a companhia não pode preencher o intuito e fim social*.

O Código Civil de 2002, em seu art. 1.034, II, repetiu a mesma ideia, ao dispor que a sociedade poderá ser dissolvida judicialmente *quando exaurido o fim social, ou verificada a sua inexecutabilidade*.

Vê-se que os exemplos citados no Código Comercial eram relacionados precipuamente à impossibilidade financeira de preenchimento do fim social, pela perda ou insuficiência do capital social. Em algumas jurisprudências comentadas, veio à baila a hipótese de ausência de lucros ou de distribuição de dividendos, para demonstrar o não preenchimento do fim social. Nesses casos, as partes buscavam a dissolução total com fulcro no art. 206, II, *b*, e, alternativamente, a dissolução parcial.

De fato, a inexistência de lucros e de distribuição de dividendos é argumento reiterado na jurisprudência, porém não há consenso sobre implicar não preenchimento do fim social. A simples inexistência de lucros,

por si só, não é determinante, pois, dependendo da atividade da empresa, o retorno lucrativo deverá ser esperado somente após muitos anos. O lapso temporal sem aferição de lucros também é relativo: vê-se que em caso aqui comentado se tratava de empresa que há cerca de nove anos não apresentava lucro e, em outro caso, o período foi de dezesseis anos.

De qualquer modo, se uma empresa permanecer por longos anos sem lucros, e não houver aumento de capital, os prejuízos acumulados acabarão por se sobrepor ao capital social, acarretando patrimônio líquido negativo. Se a ausência de lucratividade for prevista, em função da especificidade do negócio da companhia – que se classifica, por exemplo, dentre aqueles de capital intensivo, com retorno a médio ou longo prazo – ou de condições especiais para o exercício da atividade – como a necessidade de obtenção de licenças prévias operacionais, claramente não se estará diante de caso de não preenchimento do fim social.

Porém, se a ausência de lucratividade não está prevista no plano de negócios da companhia e se deve a condições adversas do negócio ou do mercado, a hipótese pode ser de perda ou insuficiência do capital social (patrimônio líquido negativo). Nesse caso, os sócios podem repor o capital social, capitalizando a empresa ou, se assim o entenderem, pleitear a dissolução total da companhia. Mas, o que se vê, na prática, quando a companhia não tem mais condições financeiras de prosseguir sua atividade, é que a via judicial é acionada para se obter a decretação de falência ou, ainda, da recuperação judicial.

A dissolução total por via judicial passa, assim, cada vez mais, ao *status* de hipótese praticamente acadêmica. Não se encontraram, em pesquisa junto ao STJ e STF, casos recentes em que tenha sido decretada a dissolução total de companhia, com base no art. 206, II, *b*, da Lei das S/A⁹.

Assim sendo, não oferece a lei das S/A solução para casos em que se faz necessária a dissolução parcial, como os casos Luiz Kirchner e Cocelpa. Coube aos tribunais, acertadamente, abrandar o rigor legal, buscando saída análoga àquela encontrada para as sociedades limitadas, cuja dissolução parcial foi objeto de importante construção jurisprudencial.

A partir da dissolução total, temperada pelo princípio da preservação da empresa, a dissolução parcial das limitadas por quebra da *affectio societatis*

passou a ser reconhecida judicialmente, mesmo que não estivesse expressamente prevista no regime legal anterior (Decreto n. 3.708/19).

O art. 15 do citado decreto continha regra sobre o recesso de sócio quotista, quando discordasse de alteração do contrato social. Mas, com o tempo, a doutrina e jurisprudência entenderam que a hipótese do art. 15 não era única e passaram a admitir a dissolução parcial, com base na regra geral do Código Comercial (art. 335, item 5). De fato, foram os tribunais os principais responsáveis pela construção de uma teoria acerca da dissolução parcial¹⁰.

A Lei das S/A trata situações bastante diferentes dando-lhes uma única e mesma solução, na hipótese de retirada de acionista: o direito de recesso. Porém, a sociedade fechada, nesse particular, é bastante diversa da aberta. Na sociedade aberta, o problema da dissolução parcial e da apuração de haveres sequer se coloca, pois o acionista se retira a qualquer momento, mediante venda de suas ações em bolsa, pela cotação de mercado.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro nos últimos anos e a adoção de níveis de governança corporativa e padrões mínimos de *free float*, a tendência é que a facilidade de retirada de acionista de sociedade aberta seja cada vez maior, em função da melhora na liquidez das ações. Por outro lado, a sociedade anônima fechada reclama solução diversa, sendo-lhe insuficiente as hipóteses de direito de recesso do art. 137.

10.5.2 Sociedade de capitais vs. sociedade de pessoas

O principal argumento favorável à dissolução parcial de sociedade anônima na jurisprudência tem sido sua caracterização como sociedade de pessoas, *intuitu personae*, o que permite alegar a quebra de *affectio societatis* como causa de dissolução. Tanto no caso Luiz Kirchner como no Cocelpa, o que se observa é que a conclusão quanto à existência de *affectio societatis* está baseada nos laços de parentesco entre os acionistas, que constituem empresa familiar.

O excessivo apego da jurisprudência à antiga classificação de sociedades, bem como a automática associação entre empresa familiar e *affectio societatis*, é preocupante. A distinção entre sociedade de capitais (*intuitu pecuniae*) e sociedade de pessoas (*intuitu personae*) tende a ficar cada vez mais esmaecida e, por que não dizer, superada.

Não raro se veem hoje em dia sociedades limitadas em que predomina o fator capital e sociedades anônimas em que predomina a pessoalidade. E, mais importante do que a predominância de uma ou outra característica é a convivência e a intersecção cada vez mais intensa entre essas características. Em uma mesma sociedade, há laços pessoais e fatores de ordem capitalista que embasam a relação entre os sócios, não sendo possível separá-los. A classificação das sociedades em *intuitu personae* e *intuitu pecuniae* não deixa de ter valor histórico, útil para o estudo da matéria, mas de há muito deixou de retratar a realidade das empresas brasileiras e mundiais¹¹.

As definições de *affectio societatis*, conforme a jurisprudência analisada, giram em torno de noções abstratas, ligadas muitas vezes ao plano sentimental, tais como: aquele sentimento que anima os sócios na realização de um empreendimento; afeição recíproca e mútua confiança; espírito de agregação; harmonia, fidelidade e respeito mútuo entre os sócios. Não que esses valores não sejam importantes e não devam existir entre os sócios. Mas a identificação de sua quebra como o principal fator a possibilitar a dissolução parcial pode gerar uma visão distorcida da questão.

A *affectio societatis*, em sua origem romana, longe de ser uma afeição sentimental, traduzia a intenção (*animus*) de ser sócio, cuja ausência descaracterizava a existência de sociedade (*societas*), passando-se a simples situação de indivisão¹².

A identificação imediata da empresa familiar como se fosse praticamente sinônimo de *affectio societatis* também é preocupante. Mesmo nas empresas ditas familiares, a preponderância do caráter pessoal da relação entre os sócios não é verdade absoluta. As empresas familiares atualmente são dirigidas por executivos de carreira, adotam padrões de governança corporativa, criam Conselhos de Administração e Comitês, possuem regulamento interno, código de conduta e regras sobre sucessão e admissão de herdeiros. Pão de Açúcar, Natura, Sadia, Banco Itaú são todos exemplos de empresas familiares brasileiras.

Portanto, mesmo se tratando de empresas de controle familiar, não se pode generalizar. Há aquelas empresas pequenas, de capital fechado, onde de fato prepondera o caráter pessoal. Há empresas familiares, ainda pequenas, de capital fechado, mas já estruturadas profissionalmente, que

muitas vezes optam por admitir sócios investidores para alavancar seu crescimento, tais como fundos de *private equity* ou de *venture capital*. E há, ainda, empresas familiares de capital fechado ou aberto, que adotam processos de estruturação e governança bastante complexos, nas quais certamente há forte presença do fator capital.

Não se observa que os acórdãos comentados tenham analisado detalhadamente o porte, a estrutura e os aspectos de governança das sociedades, limitando-se a deduzir a característica familiar da empresa a partir das relações de parentesco. No caso Cocelpa, passou despercebida a presença de investidor institucional, o BNDESPAR (empresa de participações do Banco Nacional de Desenvolvimento), no quadro acionário, embora incluído no polo passivo da demanda. Este fato deveria ter sido analisado, ao menos como indício de que, a Cocelpa, embora seja constituída em sua maioria por acionistas com laços familiares, possui certa complexidade em sua estrutura acionária, não sendo a *affectio societatis* o único elemento que rege a relação entre os acionistas.

A Lei n. 11.638, de 28 de dezembro de 2007, que alterou a Lei das S/A, criou a figura da “sociedade de grande porte”, equiparando as limitadas e sociedades anônimas fechadas, com ativo total superior a R\$ 240.000.000,00 ou receita bruta anual superior a R\$ 300.000.000,00, às sociedades anônimas abertas, para o fim de lhes estender a obrigação de escrituração e de auditoria das demonstrações financeiras. Mais um passo que demonstra que a distinção entre S/A e limitada em função de sua classificação como sociedade de capitais e sociedade de pessoas mostra-se superada.

Afinal, a constituição de sociedade e o desenvolvimento da atividade empresarial serão sempre conduzidos por pessoas, cujo interesse econômico – que não se resume à obtenção pura e simples de lucro – não pode ser desprezado. Há, pois, ao menos um componente “pessoal” e um componente “capitalista” na gênese de cada empresa.

Estas pessoas, inicialmente unidas por interesses múltiplos, que não necessariamente são comuns a todas elas, não raro vêm a discordar quanto ao rumo dos negócios sociais, no momento da tomada de decisão. Essa discordância pode ocorrer em todos os tipos de sociedade, desde a pequena empresa familiar até grandes companhias abertas. Nesse último caso, é

muito comum se verem verdadeiras batalhas envolvendo minoritários e majoritários, divergindo sobre decisões tomadas em assembleia ou sobre diretrizes adotadas pelo Conselho de Administração. Poderiam essas brigas entre acionistas de companhias abertas ser tratadas como caso de quebra da *affectio societatis*?

A questão central, portanto, não é identificar o caráter *intuitu personae* desta ou daquela sociedade e a correspondente quebra da *affectio societatis*. O cerne do problema está em equacionar o dissenso entre sócios, em qualquer tipo de sociedade, permitindo a dissolução parcial, se necessário for, como forma de preservação da sociedade.

10.5.3 Princípio da preservação da empresa

Argumento pouco explorado no caso Luiz Kirchner, porém de estimada valia, é o princípio da preservação da empresa. Esse princípio decorre da função social da propriedade, prevista como um dos princípios gerais da ordem econômica, no art. 170 da Constituição Federal, e representa flexibilização do caráter individualista, no qual se fundavam o antigo Código Comercial e o Código Civil de 1916, diplomas legais de influência liberal francesa.

A Lei das S/A faz referência específica à função social da empresa, em seu art. 116, parágrafo único, como um dos balizadores do exercício do poder de controle pelo acionista, em relação aos demais acionistas, aos trabalhadores e à comunidade onde atua a empresa¹³.

O Código Civil de 2002 tratou da função social do contrato, em seu art. 421: *a liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato*. A nova Lei de Falências (Lei n. 11.101/2005) foi construída sob o princípio basilar da preservação da empresa, por meio do instituto da recuperação, judicial e extrajudicial.

A questão da inserção da empresa na comunidade onde atua, sua influência e conseqüente responsabilidade sobre todas as partes interessadas (*stakeholders*), que com ela se relacionam, é tema dos mais complexos. Infelizmente, os acórdãos examinados não se detiveram com profundidade sobre esse argumento, emprestando maior relevância ao tema da quebra da *affectio societatis*.

No caso Cocelpa, afirmou o Min. Castro Filho, em seu voto nos Embargos de Divergência: *... penso que a regra da dissolução total em nada aproveitaria aos valores sociais envolvidos, no que diz respeito à preservação de empregos, arrecadação de tributos e desenvolvimento econômico do país, razão pela qual sou a favor de que o rigorismo legislativo ceda lugar ao princípio da preservação da empresa, norteador, inclusive, da nova Lei de Falências...* Esse trecho do voto do Min. Castro Filho foi transcrito no acórdão dos Embargos de Divergência do caso Luiz Kirchner.

Historicamente, desde que o Estado Liberal de Direito cedeu lugar, aos poucos, ao Estado Social de Direito – cuja primeira expressão foi a Constituição alemã de 1919 (Constituição de Weimar) –, a noção de função social vem ganhando importância.

No âmbito do direito societário, inicialmente confundida com práticas de benemerência e filantropia e ações ligadas à ecologia e preservação do meio ambiente, a função social da empresa ampliou-se e recebeu modernamente contornos mais nítidos.

A ideia de que a empresa deveria ter uma função outra, para além do objetivo individualista de enriquecimento do acionista, passou a ser identificada com a noção de responsabilidade social. A responsabilidade social, em suas múltiplas vertentes, relaciona-se à preservação dos direitos dos trabalhadores e melhoria do ambiente de trabalho, à proteção ao meio ambiente, ao respeito aos consumidores, à observância das regras legais, dentre outros¹⁴.

Modernamente, a responsabilidade social da empresa aliou-se ao conceito de sustentabilidade. A companhia precisa desenvolver sua atividade econômica de maneira sustentável, ou seja, de forma socialmente responsável, mas de modo a garantir que as ações tomadas no presente não produzirão efeitos negativos sobre as gerações futuras, permitindo que todos possam satisfazer suas necessidades igualmente, ontem, hoje e amanhã¹⁵.

Isto significa que a tomada de decisões administrativas deve ser voltada não só para a obtenção de lucro, mas também para o reflexo direto de tais decisões, perante empregados, acionistas, clientes, fornecedores de bens e serviços e para o reflexo indireto, perante a comunidade, consumidores,

meio ambiente, autoridades governamentais, abrangendo os planos ético, jurídico e econômico.

Ao extravasar os portões da fábrica, a função social se identifica, portanto, com o princípio da preservação da empresa, na medida em que a falência ou a dissolução de sociedade deixam de ser assuntos concernentes somente aos sócios e passam a interessar a terceiros, não sócios, sobre os quais os efeitos de tal situação certamente recairão.

Curiosamente, o voto vencido da Desembargadora Luzia Brandão Lopes, na decisão do TJ-SP no caso Luiz Kirchner, abordou o tema da função social da empresa, não para reforçar a possibilidade de dissolução parcial, mas sim para afastá-la. Entendeu que, justamente porque a dissolução atinge interesses de terceiros, é que sua decretação não poderia ser levada a efeito sem previsão legal, fora das hipóteses expressamente previstas em lei, mormente quando a empresa vem cumprindo a sua finalidade, *que não é a de manter em harmonia os descendentes dos fundadores*.

Entretanto, a ideia de que a interpretação literal da Lei das S/A atenderia melhor os interesses de terceiros, que assim seriam preservados em sua necessidade de segurança jurídica, não parece ser adequada. A interpretação restritiva fecha os olhos para as nuances do caso prático. Não se pode olvidar o princípio constitucional de que ninguém é obrigado a permanecer associado indefinidamente (art. 5º, XX, da CF). A ponderação entre esses dois princípios, o da preservação da empresa e o da livre associação, deve resultar na possibilidade de dissolução parcial da empresa, como forma de conciliar o interesse público e o particular.

10.6 Conclusões

Se por um lado é louvável a adoção de interpretação menos rigorosa da lei pelo STJ, nos casos Kirchner e Cocelpa, por outro lado, a análise demonstra que as decisões que permitem a dissolução parcial se baseiam sobremaneira nas especificidades daqueles casos concretos. Assim, pergunta-se: e se a empresa objeto da lide não fosse familiar? E se não pudesse ser reconhecida a *affectio societatis*?

Embora a solução adotada afinal pelo STJ seja correta, os fundamentos da decisão são insuficientes, pois carecem de análise de pressupostos importantes e não dão a devida relevância e extensão ao princípio da preservação da empresa. A aplicação automática de linha jurisprudencial que vinha sendo utilizada para as limitadas, sobretudo no que diz respeito à *affectio societatis* e à forma de apuração de haveres, preocupa.

Embora o caso Kirchner represente inegável avanço jurisprudencial, ele apenas pacifica o entendimento quanto à possibilidade de dissolução parcial de sociedade anônima familiar, baseada na quebra da *affectio societatis*. A segurança jurídica daí advinda, portanto, é relativa.

A dissolução parcial deve ser possível, porém não somente nos casos de empresas familiares em que se evidencia a quebra da *affectio societatis*. Logicamente, caberá aos Tribunais o dever de coibir abusos e eventual má-fé, para que a possibilidade de dissolução não implique especulação ou mero exercício de espírito de emulação.

A experiência, no entanto, demonstra que o pedido de dissolução tem por trás, sempre e principalmente, a noção de que aquele que se retira tem algo a receber. A avaliação desse “algo a receber” é que mereceria melhor tratamento de nossos tribunais, pois a ideia de que a retirada da sociedade pode ser lucrativa é que, no final das contas, deve ser coibida, para que não se incentive a multiplicação de pedidos de dissolução sem fundamento; aquele que se retira, deve, portanto, receber valor justo, mas sempre de acordo com as possibilidades de pagamento da sociedade.

Deve ser respeitado o que foi acordado no estatuto social e no acordo de acionistas, se houver, quanto à avaliação da participação societária e forma de pagamento, cumprindo ao juiz permitir, no caso de oneração excessiva da empresa, o pagamento parcelado dos haveres, por exemplo.

Em nome da função social da empresa, o juiz pode decretar a dissolução parcial, permitindo a retirada do acionista; porém, deverá observar que a obrigação de pagamento de haveres não afete a saúde financeira da empresa, levando-a a situação equivalente àquela que se pretendia evitar no cenário de dissolução total e atentando, afinal, contra sua própria função social. Esta sim a verdadeira aplicação do princípio da preservação da empresa.

Por fim, vale comentar que as jurisprudências aqui analisadas foram todas decididas à luz do direito então vigente. Os artigos do Código Comercial ali mencionados se encontram revogados pelo Código Civil de 2002. Esse diploma legal também trouxe disposição expressa no sentido de que suas regras se aplicam às sociedades anônimas, nos casos em que for omissa a lei especial (art. 1.089 do CC). Seria a hipótese de dissolução parcial uma omissão da Lei das S/A? Se assim for considerada, é possível entender que os casos de resolução da sociedade em relação a um sócio (art. 1.029 do CC) podem ser aplicados às sociedades anônimas, assim como a hipótese de resolução em relação a sócios minoritários, conhecida como exclusão (art. 1.085 do CC)?

Essas perguntas, infelizmente, não foram respondidas pela decisão do caso Luiz Kirchner ou por seus precedentes. É preciso, pois, que o tema da dissolução parcial de sociedade anônima seja enfrentado amplamente pelos tribunais, à luz dos princípios da preservação da empresa e da livre associação e mediante consideração das disposições do Código Civil de 2002. Somente assim se poderá firmar corrente jurisprudencial sólida, que trará segurança aos empresários e investidores quanto à forma de solução judicial dos conflitos entre sócios e à avaliação das suas participações societárias.

REFERÊNCIAS

ALVES, José Carlos Moreira. **Direito romano**. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2000. v. 2.

BARBI FILHO, Celso. **Dissolução parcial de sociedades limitadas**. Belo Horizonte: Mandamentos Editora, 2004.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Dissolução e liquidação de sociedades**. Brasília: Livraria e Editora Brasília Jurídica, 1995.

SZTAJN, Raquel. A responsabilidade social das companhias. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano

XXXVII, v. 114, p. 35, abr./jun. 1999.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada**. Atualizado de acordo com o novo Código Civil por Sillas Tozzini e Renato Berger. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

1 Ver os casos mencionados adiante, no item 10.4 deste artigo.

2 Sobre o caso Luiz Kirchner, ver: Ac. por maioria de votos da 6ª Câm. Civ. do TJ-SP – Ap. 003.299-4/0 – São Paulo – rel. Des. Mohamed Amaro – j. 19.2.1998 – BRASIL. Tribunal de Justiça de São Paulo. Disponível em: <<http://www.tj.sp.gov.br/consulta/Acordaos.aspx>>. Acesso em: 14.11.2008; Ac. un. da 3ª Turma do STJ – REsp 419.174-SP – rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito – j. 15.8.2002 – DJU 28.10.2002, p. 311. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 15.11.2008; Ac. un. da 3ª Turma do STJ – EDcl no REsp 419.174 – rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito – j. 3.12.2002 – DJ 24.2.2003, p. 226 – BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 15.11.2008; Ac. un. da 2ª Seção do STJ – EREsp 419.174-SP – rel. Min. Aldir Passarinho Júnior – j. 28.5.2008 – DJe 4.8.2008. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 15.11.2008.

3 Sobre o caso Cocelpa, ver: Ac. por maioria de votos da 4ª Turma do STJ – REsp 111.294-Paraná – rel. Min. Barros Monteiro – j. 19.9.2000 – DJ 28.5.2001, p. 161. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008; Ac. por maioria de votos da 2ª Seção do STJ – EREsp 111.294-Paraná – rel. Min. Castro Filho – j. 28.6.2006 – DJ 10.9.2007, p. 183. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008.

4 Ac. un. da 3ª Turma do STJ – REsp 171.354-SP – rel. Min. Waldemar Zveiter – j. 16.11.2000 – DJ 5.2.2001, p. 99. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008.

5 Ac. un. da 3ª Turma do STJ – REsp 247.002-RJ – rel. Min. Nancy Andrighi – j. 4.12.2001 – DJ 25.3.2002, p. 272. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008.

6 Ac. un. da 4ª Turma do STJ – REsp 22.814-SP – rel. Min. Dias Trindade – j. 29.11.1993 – DJ 21.2.1994, p. 2169. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008.

7 Ac. un. da 3ª Turma do STJ – AgRg no Ag. 34.120-SP – rel. Min. Dias Trindade – j. 26.4.1993 – DJ 14.6.1993, p. 11785. BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Disponível

em: <<http://www.stj.gov.br/webstj>>. Acesso em: 17.11.2008.

8 PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Dissolução e liquidação de sociedades**, Brasília: Livraria e Editora Brasília Jurídica, 1995, p. 184.

9 O caso clássico de dissolução total citado pela doutrina data de 1952. Trata-se de decisão do STF que decretou a dissolução total da Cia. Agrícola Fazenda do Rochedo, porque a empresa, durante 25 anos, somente deu lucros nos anos de 1927, 1931, 1942, 1946 e 1948. Entendeu o STF que *o fim lucrativo é essencial à sociedade anônima. Se a empresa não pode preencher tal fim precípua, se vem a fracassar no seu objetivo de granjeio de lucros, é uma tentativa malograda e perde sua própria razão de ser* (Ac. un. da 1ª Turma do STF – REExt 20.023 – rel. Min. Nelson Hungria – j. 28.4.1952 – publicado em **Revista Forense**, ano 51, v. 155, p. 166-168, set./out. 1954).

10 ... à medida que os estudiosos foram constatando a inconveniência de se dissolver totalmente uma sociedade por fato ligado apenas a determinado(s) sócio(s), a jurisprudência passou a efetivar, contra legis, a dissolução parcial da sociedade. (...) Arrisco-me mesmo a dizer que a dissolução parcial no direito brasileiro é hoje praticamente um instituto de common law (BARBI FILHO, Celso. **Dissolução parcial de sociedades limitadas**, Belo Horizonte: Mandamentos Editora, 2004, p. 304-305).

11 A doutrina é hoje, no Brasil e fora dele, expressivamente contrária à bifurcação das sociedades em sociedade de pessoas e sociedade de capital. O critério é falho, ilógico e inócuo (TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada**, atualizado de acordo com o novo Código Civil, 2. ed., São Paulo: Editora Quartier Latin, 2007, p. 25).

12 ALVES, José Carlos Moreira. **Direito romano**, 6. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2000, v. 2, p. 173.

13 No Brasil, a lei de sociedades por ações de 1976 veio consagrar, ao que parece definitivamente, o abandono da teoria do exclusivo atendimento dos interesses acionários e, até mesmo, dos interesses intra-empresariais em seu conjunto, como objetivo da atuação de controladores e administradores. Na norma do parágrafo único do art. 116, assim como na expressão de uma modalidade de abuso de poder, constante da alínea “a” do art. 117, § 1º, vem imposto o respeito aos interesses da “comunidade” ou da “economia nacional” (COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**, 4. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 371).

14 No caso das companhias, a responsabilidade social de que aqui se pretende cuidar, consiste na tomada de decisões administrativas que levem em conta valores éticos, o respeito às pessoas, à comunidade, o cumprimento das normas legais, o cuidado com o meio ambiente. Quer dizer, responsabilidade social implica administrar a sociedade de forma a atender ou superar os anseios éticos, jurídicos e negociais do público, tendo em vista as atividades exercidas (SZTAJN, Raquel. A Responsabilidade Social das Companhias, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, ano XXXVII, v. 114, p. 35, abr./jun. 1999).

15 A definição mais utilizada de sustentabilidade data de 1987, quando o Relatório Brundtland, Nosso Futuro Comum, da Comissão Mundial do Meio Ambiente e

Desenvolvimento da ONU, trouxe à baila a noção de desenvolvimento sustentável, como ... *aquele que vai ao encontro das necessidades do presente sem comprometer a habilidade das futuras gerações de satisfazer suas próprias necessidades*. O referido relatório concluiu que o *desenvolvimento sustentável é um processo de mudança no qual a exploração dos recursos, o direcionamento dos investimentos, a orientação do desenvolvimento tecnológico, e a mudança institucional estão todos em harmonia e melhoram tanto o potencial atual como o futuro de satisfazer as aspirações e necessidades humanas*. Tradução nossa. (Our Common Future, Report of the World Commission on Environment and Development, Chapter 2: Towards Sustainable Development. Disponível em: <<http://www.undocuments.net/wced-ocf.htm>>. Acesso em: 30.11.2008).

11 APUNTES SOBRE LA SOCIEDAD ANÓNIMA EUROPEA – REFERENCIAS AL ORDENAMIENTO JURÍDICO ESPAÑOL

María del Pilar Galeote Muñoz

Doctora en Derecho Mercantil, Profesora IE Law School Madrid, España

11.1 Introducción

En el ámbito europeo, en la actualidad, existe la posibilidad de que las sociedades puedan realizar sus funciones en todo el territorio de la Unión Europea (en adelante, “UE”) sometidas a las mismas normas. Estas sociedades reciben el nombre de sociedades anónimas europeas (en adelante “SE”) y están reguladas en el Reglamento CE/2157/2001 relativo al Estatuto de la Sociedad Anónima Europea y la Directiva 2001/86/CE. Luego, en cada uno de los Estados Miembros, la regulación se completa con la legislación nacional del domicilio social de cada una de ellas.

En España la regulación de la SE se encuentra en el propio Reglamento, en los artículos 312 a 338 de la Ley de Sociedades Anónimas, en la Ley 31/2006 que regula la implicación de los trabajadores en las SE y en las Sociedades Cooperativas europeas y en los estatutos sociales de la propia sociedad de que se trate.

11.2 Características generales

11.2.1 Denominación

La denominación de la SE debe figurar en los estatutos de la sociedad y la expresión “SE” debe acompañar cualquier denominación. En España, no se puede inscribir una SE que tenga su domicilio en España y cuya denominación sea idéntica a otra sociedad española que ya existía previamente. A todos los demás aspectos se les aplica la normativa general sobre denominaciones sociales para sociedades anónimas domiciliadas en España.

11.2.2 Domicilio social

Todas las SE que tengan su administración central en España deben tener su domicilio social también en España. Si posteriormente a su domiciliación cambia esta situación, debe la sociedad en el plazo de un año adoptar una de las siguientes decisiones: volver a establecer su administración central en España o trasladar su domicilio social al Estado miembro donde tenga ahora su administración central.

11.2.3 Capital social

Las SE domiciliadas en España deben tener su capital social dividido en acciones, estar expresado en euros y no ser inferior a 120.000 euros. Cada accionista sólo responderá hasta el límite de su aportación suscrita. Los demás aspectos relativos a las acciones, la transmisibilidad de las mismas etc. se rigen por la normativa general de las sociedades anónimas españolas.

11.2.4 Objeto social

Em principio, bajo la forma de una SE se puede ejercer cualquier actividad. Nada hay diferente a lo que puede ser objeto social de una sociedad anónima. No obstante, si para una determinada actividad específica se requiere un determinado tipo social entre los que se encuentra la sociedad anónima (en adelante, “SA”), también se entenderá incluida la SE.

11.3 Procedimientos para su constitución

Son cuatro los procedimientos por los que puede constituirse una SE domiciliada en España:

- a) La fusión de SA
- b) La creación de una SE filial de otra
- c) La transformación de una SA en SE
- d) La creación de una holding SE

Es decir, se prevén cuatro formas de constitución de una SE. De ellas, la fusión está reservada a las sociedades anónimas de distintos Estados miembros. La creación de una SE holding está abierta a las sociedades anónimas y sociedades de responsabilidad limitada con implantación en la Unión, ya sea porque sus domicilios sociales están situados en Estados miembros diferentes, o bien porque cuentan con filiales o sucursales en países distintos de aquel donde se encuentra su domicilio social. La constitución de una SE en forma de filial común está abierta a cualquier entidad de Derecho público o privado, con arreglo a los mismos criterios anteriormente mencionados.

Con carácter general, podemos decir que cualquiera SE domiciliada en España está sometida a la normativa española sobre SA. Además las personas físicas non pueden intervenir en la constitución de una SE pero es posible que posteriormente a la constitución, una persona física sí que adquiera acciones de una SE. La SE domiciliada en España debe ser inscrita en el Registro Mercantil.

- a) La fusión de SA

Puede nacer una SE mediante fusión de dos o más SA que hayan seguido en su constitución la normativa de un Estado miembro de la UE, que además tengan su domicilio y su administración central en la UE y que, al menos dos de ellas, estén sometidas a ordenamientos jurídicos de Estados diferentes. En España, se le reconoce al Gobierno o a una entidad supervisora la capacidad de oponerse a una fusión de una SE en la que participe una SA.

Al igual que para el resto de SA españolas existen dos procedimientos en los que mediante fusión puede surgir una SE: fusión por absorción y fusión mediante creación de la SE. Los requisitos y pasos que se exigen son muy similares a cuando se trata de fusiones sujetas al ordenamiento jurídico español. Destacamos los puntos más importantes:

1. Proyecto de fusión que debe ser redactado por el órgano de administración de cada una de las sociedades involucradas y que debe ser aprobado por las juntas generales de cada una de ellas. El proyecto de fusión, una vez elaborado y aprobado, debe ser depositado en el registro que cada uno de los Estados miembros haya señalado *ad hoc*, correspondiente a cada una de las sociedades implicadas. En España, se trata del Registro Mercantil del domicilio social de cada una de las sociedades implicadas.

2. Publicación en el BORME

3. Inicio de las negociaciones con los representantes de los trabajadores de cada una de las sociedades por parte de los órganos de administración o dirección.

4. Informe dirigido a los accionistas de las sociedades implicadas en el que se les explica lo relativo al tipo de canje de la fusión y otros aspectos patrimoniales. El mismo debe ser elaborado por parte de uno o más peritos independientes.

5. Posteriormente, el informe debe ser aprobado por cada una de las juntas generales de las sociedades implicadas.

6. Resulta muy importante destacar que se reconoce el derecho de separación a los accionistas de una sociedad española que o bien hayan votado en contra del acuerdo de fusión o que sea una sociedad española – de la que eran accionistas – la que es absorbida por una SE domiciliada en otro Estado miembro.

7. Finalmente, la SE resultante ha de ser inscrita en el correspondiente Registro.

Además de los procedimientos de fusión anteriores, se establecen dos procedimientos específicos de fusión: cuando la sociedad absorbida está participada íntegramente por la absorbente – lo que en la legislación española conocemos como fusión impropia - y la fusión mediante la absorción de una sociedad participada en un 90% o más. En el primero de

los casos, se omiten una serie de pasos de los dichos anteriormente. Así las menciones del contenido de fusión son menos etc. Respecto a la segunda modalidad, los informes tanto de los órganos de administración o de dirección, como de los peritos independientes y los certificados de control solo se van a exigir si lo exigen los ordenamientos jurídicos de cada una de las sociedades que participan en la fusión.

Es importante señalar que los Estados miembros tienen mecanismos de control de este tipo de fusiones. Así, en el ordenamiento jurídico español, el Registrador Mercantil puede antes de expedir certificado de que la fusión ha seguido todos los trámites previstos, denegar a una sociedad española su participación en la constitución de la SE. Todo ello basado en motivos de interés público. Igualmente, el Registrador Mercantil puede, en el caso de España, expedir el certificado como que se ha seguido todo el procedimiento regular; y, finalmente, el Estado miembro del domicilio de la SE resultante debe realizar un control a nivel general de la fusión llevada a cabo.

b) La creación de una SE filiam de otra

Es posible también que la SE surja como consecuencia de la creación de una filial bajo esa forma por una SA o una SRL o otras de cualquier tipo constituida de acuerdo al ordenamiento jurídico de un Estado miembro y domiciliadas y con la administración efectiva en la UE siempre que al menos dos de ellas:

1. Estén sometidas al ordenamiento jurídico de diferentes Estados miembros; o
2. Tengan una filial sometida al ordenamiento jurídico de otro Estado miembro o bien un establecimiento desde al menos dos años.

Un caso destacable en este punto es el que se refiere a una SE que constituye una SE unipersonal ella misma. Es posible pero debe demostrar que en el momento de la constitución durante al menos dos años tenía una filial sometida al ordenamiento de otro Estado miembro o bien tenía una sucursal en otro Estado miembro.

c) La transformación de una SA en SE

Es también viable que la SE surja como consecuencia de la transformación de una SA o una SRL, constituida de acuerdo al ordenamiento de un Estado miembro y domiciliada y con su administración

central en la UE, siempre que haya tenido una filial durante al menos dos años sometida al ordenamiento jurídico de algún Estado miembro.

Para ello es necesario que se realicen una serie de pasos o requisitos. Así se requiere la redacción de un proyecto de transformación que lo realizará el órgano de administración o dirección de la sociedad que se pretende transformar. Igualmente se deberá acompañar un informe donde se detallarán las consecuencias económicas y jurídicas de la transformación así como las que puede tener la referida transformación para trabajadores y accionistas. Posteriormente, uno o más expertos o peritos independientes deberán formular un certificado sobre la cobertura patrimonial de la sociedad tanto de su cifra de capital social como de sus reservas. Finalmente, la junta general de la sociedad que se transforma deberá aprobar el proyecto de transformación así como los estatutos de la nueva SE.

d) La creación de una holding SE

Igualmente, una de las maneras permitidas para que nazca una SE es bajo la forma de una sociedad holding. Si este es el caso, cualquier SA o SRL que se haya constituido de acuerdo con los requisitos y condiciones del ordenamiento jurídico de un Estado miembro y esté domiciliada y con su administración central en un Estado miembro podrán constituir una SE holding siempre que, al menos dos de ellas:

- Estén sujetas a ordenamientos jurídicos de Estados miembros diferentes; o
- Tengan cada una, una filial o una sucursal regida por el ordenamiento jurídico de otro Estado miembro, siempre con una antigüedad mínima de dos años.

Por otra parte, además es necesario que para la creación de la holding SE se sigan los siguientes pasos: se ha de elaborar, al igual que en el caso anterior, un proyecto donde se establezcan las bases para la constitución de la SE holding. El referido proyecto deberá hacerse público de acuerdo a lo establecido en el ordenamiento jurídico del Estado miembro en cuestión. A partir de ese momento, el órgano de administración o de dirección deberá iniciar las negociaciones con los representantes de los trabajadores que resulten afectados por la constitución de la holding SE. Se requiere también un informe de expertos independientes y, finalmente, el proyecto de

constitución ha de ser aprobado por las juntas generales de cada una de las sociedades implicadas en la constitución de la SE holding. Cuando todo esto está ya realizado, los accionistas en un plazo de tres meses deberán decidir si aportan o no sus acciones a la nueva SE holding o no.

11.4 Órganos sociales

La SE tiene, en cuanto a los órganos sociales, tanto la Junta General como el órgano de administración. Éste a su vez puede ser único o dual.

11.4.1 Junta de accionistas

En el Reglamento regulador de esta SE no se distingue, como en el caso español, entre juntas ordinarias y extraordinarias. La junta general deberá reunirse dentro de los seis meses siguientes al cierre del ejercicio social, salvo en aquellos casos en los que el Estado miembro en cuestión se establezca una periodicidad mayor para las sociedades anónimas que ejerzan el mismo tipo de actividad que las SE. No existen materias obligatorias sobre las que la junta general deba pronunciarse pero, como se aplica de manera subsidiaria la legislación del Estado miembro donde la SE esté domiciliada, en el caso español, tendrá las competencias de toda junta general de una SA: censura de la gestión social, aprobación, en su caso, de las cuentas anuales y la decisión de como va a ser la aplicación del resultado.

Esta junta general de la SE debe ser convocada por órgano de dirección – para el caso de que la SE tenga un sistema dual de administración – o por el órgano de administración – para el caso de que la SE haya adoptado un sistema monista de administración –, igualmente, puede ser convocada por otro órgano que así estableciera el ordenamiento jurídico del Estado miembro en que estuviera domiciliada la SE. En cuanto al sistema de adopción de acuerdos en el seno de la junta general, la regla general es la mayoría simple de los votos emitidos válidamente. Un caso singular en las SE es que cuando se trata de modificación de los estatutos, se exige mayoría de dos tercios de los votos emitidos salvo que la legislación del Estado miembro donde la sociedad tenga su domicilio social exija una

mayoría más amplia. No obstante lo anterior, puede cualquier Estado miembro establecer que cuando esté representado al menos la mitad del capital social se requiera únicamente mayoría simple de los votos válidamente emitidos para que la modificación de estatutos pretendida salga adelante.

11.4.2 Órgano de administración

Es una de las peculiaridades de las SE. Se permite que las SE adopten una de estas dos formas de administración: sistema monista: sólo existe un órgano de administración o sistema dual: existe un órgano de dirección y órgano de control.

En los estatutos de la SE se deberá optar por uno o por otro y, para el caso de que se elija el sistema dual se ha establecer cual es la estructura del órgano de dirección y otros extremos relativos a la duración del cargo de los miembros, número máximo y mínimo de los miembros etc.

Si se elige el sistema dual habrá un órgano de dirección y otro órgano de control; se trata de una estructura bicéfala de órgano de administración de la SE. Los miembros del órgano de dirección son nombrados y revocado el órgano de control. No obstante, los estatutos pueden establecer que sea la junta general la que se ocupe de eso. En cuanto al órgano de control, el nombramiento de sus miembros y su revocación corresponde en este caso a la junta general y es en la escritura de constitución de la SE donde se nombran ya los primeros miembros del órgano de control. Dentro del órgano de dirección, uno de sus miembros será designado presidente y no puede ocurrir que solo esté formado por una persona, lo que sí que se permite en el caso del órgano de control.

Tanto los miembros del órgano de control como los del órgano de dirección ejercerán su cargo por el plazo establecido en los estatutos, que no podrá superar los seis años si bien puede prorrogarse el referido plazo por otros de igual o menor duración salvo que en los estatutos otra cosa se haya establecido.

Una característica importante y común a los miembros de ambos órganos es que están sujetos a confidencialidad respecto a la información relativa a la SE; obligación de confidencialidad que se extiende más allá de la duración del mandato si la revelación puede perjudicar los derechos de la

sociedad. Todo ello salvo que exista obligación legal de revelarlo o que así lo exija el orden público.

Para que ambos órganos puedan adoptar las decisiones deben estar válidamente constituidos para lo que se requiere que estén presentes o representados al menos la mitad de sus miembros. Respecto a la posibilidad de que se tomen acuerdos sin sesión, no se dice nada en el Reglamento por lo que habrá de aplicarse lo establecido en la legislación nacional aplicable a la SA. La adopción de acuerdos en ambos se llevará a cabo mediante la mayoría de votos válidamente emitidos, salvo que otra cosa se haya establecido en los estatutos sociales de la SE y siempre teniendo en cuenta la legislación nacional a la que se halle sujeta.

Un punto interesante e importante a tener en cuenta es el de la necesaria coordinación que debe existir entre el órgano de control y de dirección. Esta tarea de coordinación se materializa en el deber de información que tiene el órgano de dirección respecto al órgano de control, tanto si es requerido por éste en cualquier momento, como de forma periódica sin que medien más de tres meses sin que le haya enviado la información respectiva. Igualmente, determinadas actuaciones del órgano de dirección deberán ser aprobadas por el órgano de control según lo establecido en los estatutos de la sociedad en relación con el objeto social de la SE.

El otro tipo de forma de organización de la administración de la SE es cuando se opta por un único órgano – es el sistema monista. Sus miembros son nombrados por la junta general, salvo los primeros que tenga la SE que serán los nombrados en la escritura de constitución. Si el órgano adopta la forma de Consejo deberá elegirse a un presidente entre sus miembros. Cabe también la posibilidad de que se trate de un administrador único. Dicho órgano se reunirá cada tres meses o más frecuentemente si lo hubieran establecido así los estatutos sociales de la SE.

11.5 La importancia de la negociación con los trabajadores en el ámbito de la SE

Un aspecto muy importante a tener en cuenta a la hora de constituir una SE es la importancia que tiene el proceso de negociación con los

trabajadores, sea cual sea el procedimiento elegido de constitución – visto más arriba. Es tan importante que ninguna SE puede ser inscrita si no se ha celebrado previamente un acuerdo de implicación de los trabajadores o no se ha tomado un acuerdo de inicio de negociaciones o de terminación de las mismas tomando como base lo establecido en la legislación nacional que resulte aplicable o haya terminado el plazo de negociaciones sin que se haya alcanzado un acuerdo.

Esta implicación de los trabajadores se materializa en tres ámbitos: derecho de los trabajadores a información y consulta; participación de los mismos en el órgano de administración y control de la sociedad y cualquier otro con el que puedan los representantes influir en los acuerdos tomados en el seno de la SE.

Para esta negociación con los trabajadores, éstos se deben organizar formando lo que se llama una comisión negociadora que debe quedar constituida una vez adoptado el proyecto definitivo de constitución de la SE. El resultado de las negociaciones con la comisión negociadora y los órganos competentes de las sociedades afectadas pueden terminar en: un conjunto de normas inscritas relativas a la implicación de los trabajadores; que se apliquen las disposiciones que se contienen en el anexo a la Directiva sobre la SE; o que no se llegue a ningún acuerdo. En este último caso si no se llega a un acuerdo con los trabajadores en el plazo de seis meses o un año máximo los promotores de la SE pueden decidir no continuar adelante con la viabilidad del proyecto o hacerlos a pesar de no haber concluido el referido acuerdo. En este caso y salvo que la comisión negociadora considere que se ha producido una ruptura de las negociaciones, se aplicarán las disposiciones del Anexo de la Directiva sobre la SE. En estas disposiciones se establece la obligación de información de los directivos hacia los representantes de los trabajadores así como la posibilidad de participar en la toma de las decisiones relacionadas con la gestión y administración de la SE.

11.6 Traslado del domicilio social de una SE

Una de las ventajas más importantes que tienen las SE es la posibilidad de trasladar el domicilio social de una SE a otro Estado miembro sin que eso implique el inicio de un proceso largo e incierto así como la disolución y liquidación de la compañía y la apertura de otra sociedad en el nuevo estado – como era lo habitual con anterioridad a esta regulación. En el caso de que se decida trasladar el domicilio social de la SE basta seguir los siguientes pasos:

1. Redactar un proyecto de traslado con una serie de menciones por el órgano de administración o de dirección. Junto a él deberá acompañarse un informe sobre la idoneidad del traslado y las consecuencias e implicaciones que el traslado tendrá para accionistas, trabajadores y acreedores.

2. Publicación del referido proyecto de traslado teniendo los accionistas y los acreedores un plazo de, al menos, un mes anterior a la celebración de la junta que deba decidir, para poder examinar la propuesta y el informe en el domicilio social de la SE.

3. Transcurridos dos meses desde la publicación del proyecto, la junta general ya puede adoptar el acuerdo de traslado para lo que se requiere una mayoría de al menos los dos tercios de los votos emitidos, salvo que la legislación nacional aplicable permita una mayoría más amplia.

4. Acreditación ante la autoridad competente de que han sido cumplidas todas las obligaciones respecto a los intereses de los acreedores y otros terceros con interés legítimo. Dicha autoridad emitirá un certificado donde se justifique haber cumplido con esas obligaciones anteriores al traslado

5. Finalmente, se puede proceder a la inscripción de la SE en el registro correspondiente al nuevo domicilio social, el cual enviará una notificación al registro anterior para que proceda a darse de baja a la SE en él. Tanto el alta como la baja deberán ser objeto de publicación en los Estados miembros respectivos.

11.7 Un caso particular: transformación de una SE en SA

También cabe el supuesto siguiente: que una SE válidamente constituida se transforme en una SA sometida al ordenamiento jurídico del Estado miembro de su domicilio social. Al igual que en el caso inverso, esta transformación no da lugar ni a un procedimiento largo e incierto ni a un

acuerdo de disolución y correspondiente liquidación de la SE. Como característica importante debe señalarse que no se podrá llevar a cabo esta operación hasta que no hayan transcurrido dos años desde la inscripción de la SE en el registro, ni antes de que hayan sido aprobadas las cuentas anuales correspondientes a dos ejercicios.

Al igual que en los casos anteriores, será necesario que el órgano de administración de la SE elabore un proyecto de transformación motivando y explicando la operación de transformación. El referido proyecto deberá de ser público de acuerdo con la legislación del Estado miembro en cuestión. Como en el resto de casos anteriores, con anterioridad al sometimiento de la aprobación del proyecto a la junta general de la SE, uno o varios expertos independientes deberán emitir un informe acerca de la idoneidad de la operación. Como último paso, la junta general deberá aprobar el proyecto así como los nuevos estatutos de la SA.

11.8 Cuentas anuales y régimen fiscal

Las cuentas anuales serán elaboradas por la SE e incluirán el balances, la cuenta de pérdidas y ganancias, un informe de gestión así como un anexo; también son posibles las cuentas consolidadas. En cuanto a su régimen fiscal no difiere del que se aplique en el Estado miembro en el que la SE tenga su domicilio, como cualquier otra compañía.

BIBLIOGRAFÍA

BADOSA COLL, F., y otros. *La armonización del derecho de obligaciones en Europa*, Tirant lo Blanch, 2006.

BLANC G'ERARD. La société européenne: la pluralité des attachements en question”, *Le Dalloz*, 2002 año 178 2º, p. 1052 y ss.

BOU FRANCH, V. *Normativa y jurisprudencia básica de derecho comunitario europeo*, Tirant lo Blanch, 2008-11-01.

ESPIAU ESPIAU, S. *Bases de un derecho contractual europeo*, Tirant lo Blanch, 2003.

FERNÁNDEZ DE CORDOBA, I. “El futuro del derecho de sociedades en Europa: a propósito del Estatuto de la Sociedad Anónima Europea”, *La Ley*, n. 5645, 2002.

GIRÓN LARRUECA, J. A. *El sistema jurídico de la Unión Europea*, Tirant lo Blanch, 2008.

LANOO, K. “A european perspective on corporate governance”, *Journal of Common Market Studies*, Blackwell Publishers, 1999, v. 37, n. 2, p. 269 y ss.