

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 11**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2012**





Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Pinto e Viviane Perez.

**Pareceristas deste número:** Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Eduardo Takemi Kataoka (UERJ), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA) e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro (Mackenzie – SP).

**PATROCINADORES:**

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — n° 11 (Julho/Dezembro de 2012)  
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no segundo semestre de 2014.

# Editorial

Estimados leitores da RSDE,

O presente número, referente ao segundo semestre de 2012, conta com a participação de sete colaboradores e dois eminentes juristas e advogados que gentilmente cederam pareceres de sua lavra para publicação.

A partir deste número os artigos ou pareceres publicados não estarão mais, necessariamente, vinculados a uma Seção temática, estrutura adotada pela RSDE até o último número. Sem embargo, por área temática, apresentam-se três artigos e dois pareceres sobre direito societário, dois artigos sobre contratos empresariais, um sobre mercado financeiro e outro sobre falência.

No primeiro parecer, o então advogado e hodiernamente Ministro do Supremo Tribunal Federal, Luís Roberto Barroso, professor titular de Direito Constitucional da UERJ, analisa a possibilidade de transformação em companhia aberta de associação constituída para promover pesquisa, aprimoramento e desenvolvimento de variedades vegetais destinadas à produção de açúcar e álcool, diante de Impugnação formulada pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo (JUCESP). Registro ter sido este um de seus últimos pareceres antes de assumir o seu posto na mais alta Corte de Justiça do país.

No segundo parecer, Sérgio Campinho, advogado e professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da UERJ, tece considerações importantes acerca da formação e da caracterização de grupos societários e, em especial, da responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes de um mesmo grupo de fato.

No artigo “Considerações sobre o problema da exclusão de sócio da sociedade limitada por justa causa”, o prof. Mauricio Moreira Mendonça de Menezes apresenta, desde as disposições do Código Comercial, interessante evolução da disciplina normativa aplicável à exclusão de sócio por decisão dos demais sócios baseada em justa causa e tece exposição do tratamento legislativo do tema na Alemanha, França e Itália, para embasar sua análise na solução adotada pelos arts. 1.030 e 1.085 do Código Civil.

Na sequência, a advogada e professora de Direito Comercial, Mariana Robertson Pinto nos oferece primoroso trabalho em que apresenta reflexões sobre a retirada de acionista de companhia fechada, os diversos meios de que ele dispõe para deixá-la (cessão de ações e direito de recesso) para se debruçar sobre o delicado tema da possibilidade de resolução da sociedade anônima fechada em relação a um acionista, por via judicial, ante a impossibilidade do preenchimento do seu fim, nos moldes dispostos no artigo 206, inciso II, alínea b, da Lei nº. 6.404/76.

No último artigo na área de Direito Societário, a advogada Lígia Padovani, especialista em Contencioso Empresarial e suas Estratégias pela Fundação Getúlio Vargas/SP – GV Law, discute a oferta pública de aquisição de ações por atingimento de participação acionária relevante, instituída pelo Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) em seu Código de Autorregulação do mercado de capitais brasileiro, destacando seus principais aspectos, hipóteses de incidência, fontes de inspiração, bem como as problemáticas que envolvem o modelo adotado por essa entidade como forma de garantir condições equitativas entre acionistas em operações de tal natureza.

O Diretor e Presidente do Conselho Científico da Faculdade de Direito da Universidade do Porto (FDUP), Portugal, Prof. Dr. Luís Miguel Delgado Paredes Pestana de Vasconcelos, honra a RSDE com

sua valerosa contribuição sobre o contrato de *leasing* financeiro e sua disciplina no direito português, no qual expõe a importância do *leasing* (arrendamento mercantil) dentre os instrumentos de financiamento empresarial para, em seguida, caracteriza-lo e analisar suas funções, elementos estruturais (partes, forma, objeto, prazo, rendas) e modalidades, com ênfase para o *sale and lease back*. Ademais, o artigo discute a resolução do contrato pelo locador financeiro, suas causas e seus efeitos para, ao final, expor o regime falencial/insolvencial do contrato com base nas disposições do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas lusitano – CIRE.

Julien Théron, professor no Centro de Direito Negocial da Faculdade de Direito da Universidade de Toulouse 1, Capitole, França, em instigante estudo, discorre sobre os mercados financeiros e suas peculiaridades a partir de dois questionamentos centrais: os mercados financeiros são verdadeiros mercados? Preenchem as funções tradicionais que lhes foram atribuídas, não obstante a poderosa evolução tecnológica?

Ainda no seio dos contratos empresariais, o advogado Rafael Guarilha Pimentel de Freitas investiga a atuação das instituições financeiras intermediárias das ofertas públicas de valores mobiliários e as implicações jurídicas das atividades que desempenham. O trabalho apresenta um histórico do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil para, em seguida, passar à análise jurídica do contrato de *underwriting* e da responsabilidade dos *underwriters* em operações de distribuição pública de valores mobiliários.

A teoria da *Deepening Insolvency* (agravamento do estado de insolvência com prolongamento artificial da empresa) e a legitimidade para ajuizar a ação de responsabilidade civil do art. 82 da lei 11.101/05 em face dos administradores da sociedade empresária é o tema do artigo de Luis Tomás Alves de Andrade, advogado e

especialista em Direito Empresarial pela FGV/RJ. No trabalho, o autor se dedica a investigar se a referida teoria, originária do *Common Law*, é compatível com o sistema falimentar brasileiro.

A todos, amigos, antigos e novos leitores, expressamos nossos agradecimentos pela generosa e habitual acolhida.

Muito cordialmente,

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves  
Chefe do Departamento de Direito Comercial e Trabalho  
Faculdade de Direito da UERJ

## Colaboraram neste número

### **Julien Theron**

*Professeur à l'Université de Toulouse. Faculté de Droit Centre de Droit des Affaires.* E-mail: julien.theron@ut-capitole.fr

### **Lígia Padovani**

Aluna Especial no Mestrado em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP. Pós-graduada em Contencioso Empresarial e suas Estratégias pela Fundação Getúlio Vargas (SP) – *GV Law*. Advogada. E-mail: lpadovani@bocater.com.br

### **L. Miguel Pestana de Vasconcelos**

Professor Associado (Ciências Jurídico-Empresariais) da Faculdade de Direito da Universidade do Porto. Membro do *European Law Institute* – ELI, da *Society of European Contract Law* – SECOLA, da Comunidade de Juristas de Língua Portuguesa – CJLP e da Associação de Juristas Lusitano-alemã (*Deutsch-Lusitanische Juristenvereinigung*) – DLJV. E-mail: pestana@direito.up.pt

### **Luís Roberto Barroso**

Professor Titular de Direito Constitucional da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Mestre em Direito pela *Yale Law School*. Doutor e Livre-Docente pela UERJ. Ministro do Supremo Tribunal Federal. E-mail: audienciamlr@stf.jus.br

### **Luis Tomás Alves de Andrade**

LLM em Direito Societário e em Arbitragem Internacional pela *Columbia Law School*. Pós-graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas (FGV). Advogado. E-mail: luistomas@sbadv.com.br

### **Mariana Pinto**

Doutoranda em Direito da Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Mestre em Economia Empresarial pela Universidade Candido Mendes, Rio de Janeiro. Advogada. E-mail: mpinto@campinhoadv.com



**Mauricio Moreira Menezes**

Professor de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Doutor e Mestre em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado. E-mail: mauricio@moreiramenezes.com.br

**Rafael Guarilha Pimentel de Freitas**

Mestrando em Direito Comercial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC-SP. LLM em Direito Empresarial pela *University of Pennsylvania Law School*. Advogado. E-mail: rguarilha@tozzinifreire.com.br

**Sérgio Campinho**

Professor de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado. E-mail: scampinho@campinhoodv.com

# Sumário

PARECER – ASSOCIAÇÃO CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS. TRANSFORMAÇÃO EM SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL ABERTO. POSSIBILIDADE. Luís Roberto Barroso.....	1
O CONTRATO DE LEASING FINANCEIRO L. Miguel Pestana de Vasconcelos.....	39
LES MARCHÉS FINANCIERS, LIEUX DE RENCONTRES, LIEUX DE COMMUNAUTÉ D’ASPIRATIONS Julien Théron.....	81
PARECER – A RESPONSABILIDADE POR DÍVIDAS DE SOCIEDADES INTEGRANTES DE UM MESMO GRUPO DE FATO Sérgio Campinho.....	93
CONSIDERAÇÕES SOBRE O PROBLEMA DA EXCLUSÃO DE SÓCIO DA SOCIEDADE LIMITADA POR JUSTA CAUSA Mauricio Moreira Menezes.....	121
CONSIDERAÇÕES SOBRE A SAÍDA DO ACIONISTA DE SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA POR SUA INICIATIVA Mariana Pinto.....	155

DEEPENING INSOLVENCY E A LEGITIMIDADE PARA AJUIZAR A AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ART. 82 DA LEI 11.101/05 Luis Tomás Alves de Andrade.....	199
A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES POR ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA RELEVANTE INSTITUÍDA PELO CAF Lígia Padovani.....	223
UNDERWRITING: BREVE HISTÓRICO, CONCEITOS GERAIS E RESPONSABILIDADE DOS UNDERWRITERS Rafael Guarilha Pimentel de Freitas.....	251

**ASSOCIAÇÃO CIVIL SEM FINS LUCRATIVOS.  
TRANSFORMAÇÃO EM SOCIEDADE ANÔNIMA DE  
CAPITAL ABERTO. POSSIBILIDADE.<sup>1</sup>**

**NON PROFIT CIVIL ASSOCIATION. CONVERSION INTO  
COMPANY. POSSIBILITY.**

*Luís Roberto Barroso<sup>2</sup>*

*Resumo:* Associação civil sem fins lucrativos criada para promover pesquisa, aprimoramento e desenvolvimento de variedades vegetais destinadas à produção de açúcar e álcool. Posterior transformação em sociedade anônima. Inexistência de vedação legal à operação. Ausência de lesão ao patrimônio público ou de fraude a particulares. Legitimidade e legalidade da transformação operada. Impugnação veiculada pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo que não merece acolhimento.

*Palavras-chave:* Associação civil sem fins lucrativos. Sociedade anônima. Transformação. Código Civil. IN DNRC 88/2001.

*Abstract:* Non profit civil association created to promote research, upgrading and development of vegetable varieties used in the production of sugar and alcohol. Posterior conversion into a company. Inexistence of legal forbiddance to the operation. Absence of any injury to public property or fraud to third parties. Legitimacy and legality of the made conversion. Board Trade of São Paulo's Prosecutor's Office's impugnation that cannot be accepted.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 18.03.2014 e aceito em 07.08.2014.

<sup>2</sup> Este parecer foi um dos últimos trabalhos jurídicos elaborados por Luís Roberto Barroso como advogado, antes de sua nomeação para o cargo de Ministro do Supremo Tribunal Federal.

*Keywords:* Non profit civil association. Corporation. Conversion. Brazilian Civil Code. IN DNRC 88/2001.

*Sumário:* 1– Consulta e apresentação do tema. 2 – A disciplina das associações no novo Código Civil. 3 – O instituto da transformação e a ausência de vedação legal à sua aplicação às associações. 4 – Inaplicabilidade da posição da Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo à situação concreta. 5 – Inexistência de lesão ao patrimônio público ou malversação de recursos públicos, ou ainda de fraude a particulares. Irrazoabilidade da pretensão de desfazimento do registro da transformação já operada. Conclusão.

## **1– Consulta e apresentação do tema<sup>3</sup>**

Trata-se de consulta formulada pelo Centro de Tecnologia Canavieira (CTC), por seu advogado Dr. Marcelo Sampaio Góes Ricupero, acerca da validade da transformação da natureza jurídica do consulente, que passou de associação civil sem fins lucrativos para sociedade anônima de capital aberto. As circunstâncias de fato que motivam a consulta podem ser brevemente descritas nos termos que se seguem.

O consulente narra que o CTC foi criado, em 1969, por iniciativa de um grupo de usinas do interior paulista, originalmente como um departamento de pesquisa da Cooperativa de Produtores de Cana-de-Açúcar, Açúcar e Álcool do Estado de São Paulo. Posteriormente, em 2004, o CTC emancipou-se da estrutura da referida Cooperativa e assumiu a natureza de associação civil sem fins

---

<sup>3</sup> Trabalho desenvolvido com a colaboração de Viviane Perez.

lucrativos, com o objetivo de agregar novos colaboradores à consecução de seu objeto: a pesquisa, o desenvolvimento e a difusão de cultivares e de novas tecnologias para aplicação nas atividades agrícolas, logísticas e industriais dos setores canavieiros e sucroalcooleiro<sup>4</sup>. O ingresso nos quadros associativos do CTC era restrito a produtores e/ou associações de produtores de cana-de-açúcar, açúcar ou álcool<sup>5</sup>. O trabalho de pesquisa sempre esteve orientado ao aprimoramento da atividade econômica desenvolvida por seus próprios associados.

Ainda segundo o consulente, a principal fonte de receita do CTC, senão a exclusiva<sup>6</sup>, se constituía da contribuição de seus

---

<sup>4</sup> V. art. 4º, *caput*, do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “O CTC tem por objetivo contribuir para o desenvolvimento econômico sustentável do país, através de pesquisa, desenvolvimento e difusão de (i) novas tecnologias para a aplicação nas atividades agrícolas, logísticas e industriais dos setores canavieiro e sucro-alcooleiro, (ii) variedades e cultivares, especialmente o aprimoramento genético da cana-de-açúcar e (iii) controle de pragas, com destaque para o controle biológico”.

<sup>5</sup> V. art. 7º do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “Serão associados aqueles que, tendo cumprido as condições de admissão previstas neste Estatuto, sejam admitidos no quadro social por decisão tomada por 2/3 dos membros do Conselho de Administração. Parágrafo Primeiro - Para tornar-se associado, o candidato deve: (i) produzir cana-de-açúcar, açúcar ou álcool ou ser associação de produtores de cana-de-açúcar; (ii) aceitar formalmente o presente Estatuto; (iii) obrigar-se contratualmente ao pagamento das contribuições previstas no presente Estatuto”.

<sup>6</sup> O Estatuto Social do CTC, consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, previa possíveis fontes alternativas de receita. V. art. 13: “Constituem fontes de recursos do CTC: (i) as contribuições dos associados; (ii) as receitas derivadas de (a) convênios celebrados com pessoas e instituições de ensino, pesquisa e desenvolvimento, públicas ou privadas, nacionais ou estrangeiras, visando o desenvolvimento de programas, projetos ou atividades específicas, (b) atividades compreendidas nos objetivos sociais, (c) publicações, produtos, materiais de difusão de informações técnicas e eventos, e (d) direitos autorais, patentes, programas de computador e outros direitos; e (iii) doações, legados, auxílios, subvenções, direitos ou créditos e outras aquisições proporcionadas por quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, públicas ou privadas, nacionais ou estrangeiras, sejam associadas ou não”.

associados, fixada anualmente em função do volume de cana-de-açúcar obtido na safra anterior<sup>7</sup>. O montante dessas contribuições era considerado na estipulação da quantidade de votos que cabia a cada associado<sup>8</sup>, e sua adimplência era requisito para o exercício dos diversos direitos sociais, incluindo voto<sup>9</sup> e designação de

---

<sup>7</sup> V. arts. 15 a 18 do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “Artigo 15 – As contribuições, de caráter obrigatório, a serem prestadas por todos os associados são denominadas contribuição de ingresso e contribuição de manutenção, terão seus valores fixados pelo Conselho de Administração.

Artigo 16 – O valor da contribuição de ingresso será fixado com base nos seguintes critérios: (i) para o produtor de cana-de-açúcar, com base na tonelagem de cana-de-açúcar por ele entregue para as usinas ou destilarias na safra anterior; ou (ii) para as associações de produtores de cana-de-açúcar, com base no somatório da tonelagem de cana-de-açúcar entregue na safra anterior para as usinas ou destilarias pelo conjunto dos seus associados pelos quais contribua; ou (iii) para o produtor de açúcar e/ou álcool, com base na tonelagem de cana-de-açúcar moída na safra anterior, deduzindo o valor contribuído pela(s) associação(ões) de fornecedor(es) de cana na safra anterior, referente à cana-de-açúcar entregue por este(s) para processamento pela unidade industrial.

Artigo 17 – O valor da contribuição de manutenção, fixado com base nos critérios estabelecidos no artigo 16, deverá ser adequado ao cumprimento do orçamento para o fomento das atividades dos setores agrícola ou industrial aprovados pela Assembleia Geral, sendo que o valor mínimo para cada associado será fixado anualmente pelo Conselho de Administração, podendo ser fixado, por este Conselho, valores básicos diferenciados para as associações de produtores de cana-de-açúcar.

Artigo 18 – O Conselho da Administração fixará cláusulas, condições e garantias dos contratos de contribuição que deverão ser firmados, estabelecendo direitos e obrigações dos associados, prazos e forma de pagamento, bem como demais condições atinentes às contribuições.

<sup>8</sup> V. art. 20, §1º, do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “A quantidade de votos que caberá a cada associado, na Assembleia Geral tomará por base o valor em reais das suas contribuições individuais realizadas até o último dia útil do mês imediatamente anterior ao da realização da Assembleia, cabendo um voto a cada R\$ 10.000,00 (dez mil reais) de contribuições, desprezadas as frações”.

<sup>9</sup> V. arts. 20, §4º, (i), e 30, §2º, do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “Art. 20. (...) Parágrafo Quarto - São impedidos de

conselheiros<sup>10</sup>. Aos associados, ademais, era conferida preferência na aquisição de produtos e serviços desenvolvidos pelo CTC, na proporção da contribuição anual efetivamente paga<sup>11</sup>. Por se tratar de associação sem fins lucrativos, os recursos auferidos pelo CTC, assim como seu eventual excedente financeiro, eram integralmente aplicados e reinvestidos na execução e desenvolvimento de seus objetivos sociais<sup>12</sup>.

Em janeiro de 2011, os associados do CTC deliberaram por sua transformação em sociedade anônima. Reporta o consultante que o objetivo dessa operação foi atrair mais recursos, financeiros e tecnológicos, às pesquisas do setor. Desde a sua transformação, o CTC cobra royalties pelo uso de suas variedades/cultivares e desenvolve parcerias com empresas públicas e privadas de tecnologia, podendo prestar seus serviços a qualquer terceiro interessado. Seu

---

votar na Assembleia Geral: (i) associados que estiverem inadimplentes com suas contribuições sociais; (...); “Art. 30. (...) Parágrafo Segundo - São impedidos de participar e votar nas reuniões do Conselho de Administração, os Conselheiros que tenham sido indicados por associado ou qualquer associado integrante de um grupo de associados que esteja inadimplente, enquanto perdurar a inadimplência”.

<sup>10</sup> V. art. 24, §8º, do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “O Associado que estiver inadimplente com suas contribuições sociais não poderá indicar membros para o Conselho de Administração e para o Conselho Fiscal, nem mesmo, utilizando-se dos percentuais relativos a parcelas de contribuições pagas” [sic].

<sup>11</sup> V. art. 10, (iv), do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “São direitos dos associados, a serem exercidos na forma estabelecida neste Estatuto: (...) (iv) ter preferência na aquisição de produtos e serviços, sempre vinculados e na proporção da contribuição efetivamente paga, em períodos e critérios a serem definidos pelo Conselho de Administração”.

<sup>12</sup> V. artigo 13, §§ 1º e 2º, do Estatuto Social do CTC consolidado por ocasião da Assembleia Geral Extraordinária realizada em 28 de abril de 2010, ainda sob a natureza jurídica de associação: “Artigo 13 (...) Parágrafo Primeiro – Os recursos do CTC serão integralmente aplicados na consecução e desenvolvimento de seus objetivos sociais. Parágrafo Segundo – Os excedentes financeiros alcançados pela atividade do CTC serão, obrigatoriamente, reinvestidos no desenvolvimento de suas próprias atividades”.



objetivo, porém, continua sendo o de gerar benefícios aos produtores do setor sucroalcooleiro, a partir do desenvolvimento tecnológico de novos produtos e serviços que tornem sua atividade mais competitiva<sup>13</sup>. E seus acionistas mantêm o direito de licenciamento e transferência de tecnologias desenvolvidas pelo CTC em condições diferenciadas<sup>14</sup>. Com a sua profissionalização e adoção do regime societário, o CTC passou a distribuir dividendos a seus acionistas, mantendo porém uma política de reinvestimento de parte substancial de seu lucro no desenvolvimento de suas atividades<sup>15</sup>.

---

<sup>13</sup> V. art. 3º do Estatuto Social do CTC aprovado por ocasião da Assembleia Geral de Transformação realizada em 12 de janeiro de 2011: “A Companhia tem por objeto social (1) a pesquisa e desenvolvimento de (i) novas tecnologias para aplicação nas atividades agrícolas, logística e industrial dos setores canavieiro e sucro-energéticos, (ii) variedades e cultivares, especialmente o aprimoramento genético da cana-de-açúcar, (iii) controle de doenças e pragas, com destaque para o controle biológico e (2) transferências de tecnologias agrícolas, industriais e laboratoriais”.

<sup>14</sup> V. art. 3º, § 2º, do Estatuto Social do CTC aprovado por ocasião da Assembleia Geral de Transformação realizada em 12 de janeiro de 2011: “Os Acionistas poderão utilizar tecnologias e demais direitos de propriedade industrial desenvolvidos pela Companhia mediante assinatura de contratos de licença ou transferência de direitos de propriedade industrial, conforme previsto na legislação aplicável, cujos termos e condições deverão ser iguais a todos os Acionistas, enquanto tais Acionistas detiverem participação na Companhia”.

<sup>15</sup> V. art. 34, do Estatuto Social do CTC aprovado por ocasião da Assembleia Geral de Transformação realizada em 12 de janeiro de 2011: “O lucro líquido do exercício social da Companhia deverá ser distribuído da seguinte forma: a) 5% (cinco por cento) serão aplicados, antes de qualquer outra destinação, para reserva legal, a qual não poderá exceder a 20% (vinte por cento) do capital social; b) 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, serão destinados ao pagamento do dividendo anual obrigatório aos acionistas, apurado na forma do art. 202 da Lei 6.404/76; c) o percentual que for definido pelos acionistas em Assembleia Geral Ordinária, mediante proposta do Conselho de Administração, observando o limite estabelecido no Parágrafo Único abaixo, poderá ser destinado a uma reserva estatutária denominada Reserva de Integralidade do Patrimônio Líquido; e d) o lucro remanescente após as destinações previstas nas alíneas “a” e “c” deste Artigo, e que não tenha sido destinado na forma dos artigos 193 a 197 da Lei nº 6.404/76, será distribuído aos acionistas como dividendo adicional. Parágrafo Único – A Companhia contará com uma Reserva de Integralidade do Patrimônio Líquido, que terá por finalidade assegurar recursos para atender as necessidades de caixa e/ou de balanço patrimonial da Companhia, e será formada, mediante aprovação dos

A ata da Assembleia Geral de Transformação do CTC foi inicialmente apresentada ao 4º Cartório de Títulos e Documentos e Registro Civil de Pessoas Jurídicas de São Paulo, órgão responsável pelo registro dos atos das associações. Em 03 de fevereiro de 2011, após concluir pela legalidade da transformação, o Cartório de Registro Civil efetivou o registro correspondente. Ato contínuo, foi solicitado o arquivamento dos atos constitutivos da sociedade transformada perante a Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP, o que foi deferido em 16 de fevereiro de 2011, já na forma de sociedade por ações.

Após efetivado o registro, porém, a Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo requereu sua Revisão Administrativa (Revex nº 997.072/11-8), alegando a impossibilidade de uma associação transformar-se em sociedade anônima. Segundo a Procuradoria, o instituto da “transformação” teria sua utilização restrita aos tipos societários, com base no Código Civil de 2002. Em 25 de agosto de 2011, o Presidente da JUCESP, em decisão referendada pela 1ª Turma de Vogais<sup>16</sup>, entendeu pela regularidade da manutenção do registro, motivando a interposição de Recurso Plenário pela Procuradoria (Replen nº 990.353/11-4). Em março de 2012, o Plenário da JUCESP negou provimento ao recurso, mantendo assim o registro do CTC como sociedade anônima<sup>17</sup>.

A Procuradoria interpôs, então, Recurso ao Ministro de Estado do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior, ainda pendente de julgamento (Remin nº 995.011/12-6). Nesse recurso, e na defesa de

---

acionistas em Assembleia Geral Ordinária, com até 100% do lucro líquido que remanescer após as destinações de que tratam as alíneas “a” e “b” do caput do Artigo 34, não podendo o total desta reserva ultrapassar o valor do capital social da Companhia”.

<sup>16</sup> JUCESP, Secretaria Geral, “Ordem do Dia” para a Sessão Plenária a ser realizada em 15 de setembro de 2011 (Ordinária 71/2011), p. 3-6, Revisão ex-offício nº 997.072/11-8. Disponível em: <<http://www.jucesp.fazenda.sp.gov.br>>.

<sup>17</sup> JUCESP, Secretaria Geral, “Ordem do Dia” para a Sessão Plenária a ser realizada em 15 de março de 2012 (Ordinária 021/2012), p. 1-3, Recurso ao plenário nº 990.353/11-4. Disponível em: <<http://www.jucesp.fazenda.sp.gov.br>>.

sua tese, a Procuradoria invoca os seguintes atos administrativos e precedentes: (i) Instrução Normativa do Departamento Nacional do Registro de Comércio (IN DNRC) 88/2001; (ii) resposta da Receita Federal à Consulta de nº 27/2002; (iii) precedentes da Corregedoria Geral de Justiça do Estado de São Paulo (Parecer nº 289/2007 e decisão proferida no Processo nº 2011/80114); e (iv) o acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível nº 990.10.208.229-6.

A despeito da impugnação referida, o CTC informa que vem operando regularmente como sociedade anônima desde 2011, tendo assumido diversos compromissos perante terceiros sob essa qualificação e recolhido os impostos devidos segundo sua nova natureza. Diante desse cenário, o CTC indaga acerca da validade da transformação realizada. Mais especificamente, o consulente deseja que sejam examinados os argumentos sustentados pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo, a fim de se aferir se existe óbice legal efetivo à sua transformação de associação em sociedade anônima. Já se pode adiantar que a conclusão apurada é no sentido da regularidade da transformação descrita. As razões que conduzem a essa conclusão serão expostas na sequência, conforme o roteiro inicialmente proposto.

## **2 – A disciplina das associações no novo Código Civil**

O Código Civil de 2002 consagrou a chamada teoria da empresa, dando fim à antiga bipartição entre atividades civis e atividades comerciais<sup>18-19</sup>. Com efeito, segundo o regime anterior e na

---

<sup>18</sup> V. CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 3-7; e BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999. p. 7: “Hoje, quando se cogita de reunificar o direito privado, como já o fizeram vários países (Suíça, Itália), a questão deixa de ser o objeto civil ou comercial da sociedade, mas sim a existência ou não de estrutura empresarial. A teoria da empresa passaria a informar esse novo critério diferenciador”.

definição clássica, eram considerados comerciantes aqueles que praticavam com habitualidade e profissionalismo atos de comércio<sup>20 e 21</sup>. As demais atividades que não configuravam atos de comércio eram ditas civis, e poderiam ser exercidas visando ou não ao lucro.

O Código Civil de 2002 abandonou essa distinção e redefiniu o Direito Comercial sob a ótica da empresa, assim entendida, nos termos do seu art. 966<sup>22</sup>, como o exercício de atividade econômica organizada para a produção de bens ou serviços<sup>23</sup>. Apenas algumas atividades permaneceram excluídas do âmbito do conceito empresarial, quais sejam, as de cunho intelectual, de natureza artística, literária ou

---

<sup>19</sup> Alguns doutrinadores situam o marco da adoção da *teoria da empresa* pelo direito brasileiro na Lei nº 8.934, de 18.11.94 (Lei do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins) que, em seu artigo 2º, determina serem objeto de arquivamento “atos de firmas mercantis individuais e sociedades mercantis, independentemente de seu objeto”. Tem prevalecido, porém, entendimento em sentido diverso. Nessa linha, v. BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 6: “Se as sociedades são *mercantis*, por força terão que ser comerciais, pois que não existe atividade mercantil sem a prática de ato de comércio. O objeto social poderá ser qualquer um, desde que seja comercial” (grifo no original).

<sup>20</sup> Esse conceito de comerciante foi difundido pelo art. 1º do Código francês de 1807: “São comerciantes aqueles que exercem atos de comércio e deles fazem profissão habitual”. Sobre a Teoria dos Atos de Comércio, confira-se, por todos, REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 33 e ss.

<sup>21</sup> A doutrina jamais logrou uma definição genérica de atos de comércio. Usualmente se recorria ao texto do Regulamento nº 737, de 1850, que, embora revogado desde 1875, continha, nos seus artigos 19 e 20, rol descritivo dos atos de comércio utilizado como referência didática. Esse fator, aliás, influenciou a adoção da teoria da empresa pelo Novo Código Civil, que em sua exposição de motivos faz registrar que “o tormentoso e jamais claramente determinado conceito de atos de comércio é substituído pelos de empresa e atividade empresarial”.

<sup>22</sup> Código Civil, art. 966: “Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”.

<sup>23</sup> Nos dizeres de OLIVEIRA, Jorge Rubem Folena. Desenvolvimento da teoria da empresa – fim da distinção entre sociedades civis e comerciais. In: *Doutrina*. Rio de Janeiro: Instituto de Direito, vol. 3, org. James Tubenclak, 1996. p. 71, a empresa “está intimamente ligada à organização de capitais que buscam, na produção ou circulação de bens ou serviços, o fim maior que é o lucro”.

científica (basicamente as profissões ditas “liberais”)<sup>24</sup>, as atividades rurais<sup>25</sup> e aquelas exercidas por intermédio de cooperativas<sup>26</sup>. As sociedades que se destinem a tais atividades – e, no caso daquelas de cunho intelectual, as tenham por único objeto – são classificadas pelo Código Civil de 2002 como sociedades simples, ao passo que as demais são ditas sociedades empresárias (art. 982)<sup>27</sup>. Em rigor, portanto, as sociedades empresárias e simples se diferenciam em razão de seu objeto<sup>28</sup>.

---

<sup>24</sup> Código Civil, art. 966, parágrafo único: “Não se considera empresário quem exerce profissão intelectual, de natureza científica, literária ou artística, ainda com o concurso de auxiliares ou colaboradores, salvo se o exercício da profissão constituir elemento de empresa”.

<sup>25</sup> Código Civil, art. 984, *a contrario sensu*: “A sociedade que tenha por objeto o exercício de atividade própria de empresário rural e seja constituída, ou transformada, de acordo com um dos tipos de sociedade empresária, pode, com as formalidades do art. 968, requerer inscrição no Registro Público de Empresas Mercantis da sua sede, caso em que, depois de inscrita, ficará equiparada, para todos os efeitos, à sociedade empresária”.

<sup>26</sup> Código Civil, art. 982, parágrafo único: “Independentemente de seu objeto, considera-se empresária a sociedade por ações; e, *simples, a cooperativa*” (grifo acrescentado).

<sup>27</sup> Código Civil, art. 982: “Salvo as exceções expressas, considera-se empresária a sociedade que tem por objeto o exercício de atividade própria de empresário sujeito a registro (art. 967); e, *simples, as demais*”.

<sup>28</sup> Enquanto nas sociedades empresárias o objeto é sempre uma atividade economicamente organizada, nas simples tem-se, *e.g.*, o exercício exclusivo de profissão intelectual, ainda que com o auxílio de colaboradores. É de se referir que essa distinção poderá demandar um eventual exame casuístico, como bem exemplifica Sérgio Campinho, *O direito de empresa à luz do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 37-38: “Tomemos por hipótese a sociedade de profissionais de medicina. Se dois médicos constituem uma sociedade e se limitam, sob o manto da pessoa jurídica, a exercer suas respectivas especialidades médicas, a sociedade será simples. O objeto vai se realizar e se limitar ao exercício da atividade da profissão intelectual de cada sócio, ainda que se valham do concurso de auxiliares (atendentes e enfermeiras, por exemplo); e, na maior parte dos casos, a partilha da receita far-se-á tendo em conta o que cada um efetivamente produziu, ainda que se destaquem certos valores comuns para as despesas com manutenção e melhorias. Diversamente é a situação das casas de saúde e hospitais onde a execução da profissão intelectual se apresenta como um dos elementos do exercício da empresa. Nessas sociedades não há um mero e exclusivo realizar da profissão a qual vai

Assim, no modelo inaugurado pelo Código Civil de 2002 inexistiu espaço para as “antigas sociedades civis sem fins lucrativos”, já que também a estrutura da sociedade simples é destinada à perseguição do lucro<sup>29</sup> – tanto assim que o artigo 1.008 do referido diploma proíbe qualquer estipulação que exclua seus sócios da distribuição do mesmo<sup>30</sup>. Sob esse novo regime, afora partidos políticos e organizações religiosas, as únicas entidades que operam sem fins lucrativos são as associações civis e as fundações, cujos traços característicos são inequívocos<sup>31</sup>.

De fato, as associações se constituem pela vontade declarada de um conjunto de pessoas que decide se reunir para a execução de determinado fim comum, sem distribuição de lucros<sup>32</sup>. Tal como as sociedades, as associações têm “na vontade gregária de seus

---

consistir em um dos elementos da atividade econômica, que será explorada de forma organizada”.

<sup>29</sup> CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Novo Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2002. p. 35: “(...) sociedade simples, ao revés do que afoitamente se possa pensar, também executa atividade econômica e seus integrantes partilham entre si, os resultados que venham a ser auferidos”.

<sup>30</sup> Código Civil, art. 1.008: “É nula a estipulação contratual que exclua qualquer sócio de participar dos lucros e das perdas”. Corrobora tal entendimento a redação do artigo 981 do Novo Código Civil que define como característica intrínseca do contrato de sociedade a partilha de resultados. Confira-se: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados.”

<sup>31</sup> AMARAL, Francisco. *Direito Civil: Introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 327-8: “Caracterizam-se [as associações] pelo seu aspecto eminentemente pessoal (*Universitas personarum*), enquanto nas fundações o aspecto dominante é o material (*Universitas bonorum*)”.

<sup>32</sup> Código Civil, art. 53: “Constituem-se as associações pela união de pessoas que se organizem para fins não econômicos” (grifo acrescentado). V. Antônio Elias de Queiroga, *Curso de Direito Civil: parte geral*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 106: “Em sua acepção genérica, o vocábulo [associação] é derivado do latim *associare* (reunir, juntar) e designa toda agremiação ou união de pessoas, promovida com um fim determinado, (...)”.

componentes o princípio genético de sua constituição”<sup>33</sup>. As fundações, por sua vez, não se originam “de uma aglomeração orgânica de pessoas naturais. O que se encontra, aqui, é a atribuição de personalidade jurídica a um patrimônio, que a vontade humana destina a uma finalidade social”.<sup>34</sup> As fundações são, portanto, dotações patrimoniais afetadas à realização de certa finalidade<sup>35</sup> – religiosa, moral, cultural ou de assistência<sup>36</sup> – previamente determinada por uma única vontade: a de seu instituidor<sup>37</sup>. Enquanto patrimônio afetado, carecem de *affectio societatis*<sup>38</sup> e atraem para si disciplina e

---

<sup>33</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2008. p. 351.

<sup>34</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2008. p. 358. Na mesma linha, v. QUEIROGA, Antônio Elias de. *Curso de Direito Civil: parte geral*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 112-6: “No direito civil, a palavra [fundação] tem um significado especial e estrito. Serve para designar a massa de bens destinada a um fim especial e com a administração instituída pelo fundador. (...) A fundação se distingue de todas as espécies de sociedades e associações, pelo fato de que ela não resulta da união de indivíduos, mas da afetação de um patrimônio”.

<sup>35</sup> DINIZ, Maria Helena. *Curso de Direito Civil Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 1999. v. 1, p. 146: “Fundações particulares, que são universalidades de bens, personalizadas pela ordem jurídica, em consideração a um fim estipulado pelo fundador, sendo este objetivo imutável e seus órgãos servientes, pois todas as resoluções estão delimitadas pelo instituidor. É, portanto, um acervo de bens livres, que recebe da lei a capacidade jurídica para realizar as finalidades pretendidas pelo seu instituidor, em atenção aos seus estatutos. (...) Percebe-se que é um patrimônio (propriedades, créditos ou dinheiro) colocado a serviço de um fim especial, que deve ter sempre um alcance social, p. ex., um hospital, um instituto educacional ou literário; (...)”.

<sup>36</sup> Código Civil, art. 62: “Para criar uma fundação, o seu instituidor fará, por escritura pública ou testamento, dotação especial de bens livres, especificando o fim a que se destina, e declarando, se quiser, a maneira de administrá-la. Parágrafo único. A fundação somente poderá constituir-se para fins religiosos, morais, culturais ou de assistência”.

<sup>37</sup> TEPEDINO, Gustavo, BARBOSA, Heloisa Helena e BODIN DE MORAES, Maria Celina. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. v. 1, p. 149.

<sup>38</sup> REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 481: “‘AFFECTIO SOCIETATIS’. É uma antiga expressão latina usada por Ulpiano para distinguir a intenção de se associar em sociedade”.

fiscalização específicas por parte do Poder Público, destinada à verificação do efetivo cumprimento da finalidade que lhes foi atribuída<sup>39</sup>.

É verdade que a tipificação das associações foi originalmente imaginada para o exercício de atividades sem qualquer caráter econômico, como e.g. aquelas de natureza recreativa, esportiva, caritativa ou cultural<sup>40</sup>. Com o advento do Código Civil de 2002, porém, as associações acabaram por encampar também atividades que no regime anterior poderiam ser desenvolvidas pelas ditas “sociedades civis sem fins lucrativos”. A ausência de finalidade lucrativa passou a ser, assim, o fator distintivo mais marcante entre associações e sociedades em geral<sup>41</sup>. Sob o novo regime, portanto, sempre que um conjunto de pessoas desejar se reunir para o desenvolvimento de determinada atividade sem distribuição de lucros, ainda que com

---

<sup>39</sup> Código Civil, art. 66: “Velará pelas fundações o Ministério Público do Estado onde situadas”. V. QUEIROGA, Antônio Elias de. *Curso de Direito Civil: parte geral*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 116; e TEPEDINO, Gustavo, BARBOSA, Heloisa Helena e BODIN DE MORAES, Maria Celina. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. v. 1, p. 136.: “Estas últimas [as fundações] exigem dotação especial de bens, por meio de escritura pública ou testamento, para fins delimitados pelo CC, submetendo-se, por isso mesmo, a regime jurídico especial e ao controle do Ministério Público”.

<sup>40</sup> TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 6: “As associações são instituições sem finalidade de lucro. Aplicam-se a atividades recreativas esportivas, caritativas, culturais, etc., ora prestando serviços aos próprios associados, como os clubes sociais, ora à comunidade, como as associações de moradores, ora a terceiros, como as instituições de caridade. Algumas associações se apresentam com o nome de sociedade, como é o caso da ‘Sociedade Protetora dos Animais’, o que não lhes altera a natureza jurídica”. Na mesma linha, v. Antônio Elias de Queiroga, *Curso de Direito Civil: parte geral*, Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 106; e Maria Helena Diniz, *Curso de Direito Civil Brasileiro*. São Paulo: Saraiva, 1999. v. 1, p. 146.

<sup>41</sup> AMARAL, Francisco. *Direito Civil – Introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 332. Mesmo sob o regime anterior, assim entendia César Fiuza, *Direito Civil: curso completo*, 2000. p. 79-82: “Já as associações têm o mesmo conceito de sociedade, possuindo, entretanto, diferença específica em sua definição, ou seja, não visam a lucro”.



características econômicas<sup>42</sup>, a forma jurídica imposta será a de associação<sup>43</sup>.

Não por outra razão, foi essa a forma jurídica adotada quando da emancipação do CTC em relação à estrutura da Cooperativa de Produtores de Cana-de-Açúcar, Açúcar e Álcool do Estado de São Paulo, em 2004. Isso porque, naquele momento, não havia a intenção de se distribuírem lucros entre seus sócios, até mesmo como forma de se garantir a formação de patrimônio próprio pela recém criada associação. O que importa notar, porém, é que desde a sua instituição, o CTC sempre esteve orientado ao aprimoramento tecnológico de atividades econômicas desenvolvidas por seus próprios associados. Vale dizer: no período em que operou sob a forma de associação, o CTC jamais desenvolveu qualquer atividade beneficente ou filantrópica em favor de terceiros, nem se engajou em projetos dissociados das atividades econômicas de seus próprios associados, os quais, aliás, eram seus únicos financiadores. Mais do que isso, a participação dos associados em seu gerenciamento sempre esteve condicionada ao adimplemento de contribuições anuais, fixadas em função dos resultados de sua safra no ano anterior. Tendo em conta essas características, é possível afirmar que o CTC sempre desenvolveu, em rigor, atividade econômica organizada. Nessas condições, a ausência de distribuição de lucros foi o único aspecto que o impediu de se constituir originariamente como uma sociedade.

---

<sup>42</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 9165714-49.2006.8.26.0000. Relator: Des. Luís Francisco Aguilar Cortez. São Paulo, 11 de novembro de 2011: “A legislação pátria não veda às associações o exercício de atividade econômica, sendo certo que o art. 53 do Código Civil apenas menciona que elas se constituem pela ‘união de pessoas que se organizem para fins não econômicos’. Forçoso concluir que mesmo havendo prestação de serviço de cunho econômico, a associação não perderá sua natureza se não tiver por objeto a partilha dos resultados, ou seja, a associação não pode ter proveito econômico imediato, o que não impede, contudo, que determinados serviços que preste sejam remunerados e que busque auferir renda para que atenda às suas finalidades”.

<sup>43</sup> A forma de fundação não se mostra viável para esse fim, tendo em conta a ausência de *affectio*, as restrições de objeto possível, bem como o controle de suas atividades pelo Ministério Público.

Passados alguns anos da criação do CTC como associação, porém, seus sócios verificaram que a não distribuição de lucros revelou-se um mecanismo insuficiente para garantir a capitalização necessária ao financiamento de suas atividades. Daí porque deliberaram pela sua transformação em sociedade anônima, tipo societário que abriria a possibilidade de se buscarem mecanismos diferenciados de captação de recursos. Resta investigar, portanto, se essa transformação se mostrava juridicamente viável.

### **3 – O instituto da transformação e a ausência de vedação legal à sua aplicação às associações**

O instituto da transformação está disciplinado nos arts. 1.113 a 1.115 do Código Civil de 2002<sup>44</sup>. Por esse mecanismo, como é corrente, a pessoa jurídica altera a natureza jurídica de seu tipo, sem, contudo, extinguir sua personalidade jurídica<sup>45</sup>. Assim, a

---

<sup>44</sup> Antes da edição do Código Civil de 2002, o instituto da transformação era regulado exclusivamente pelos arts. 220 a 222 da Lei nº 6.404/76, que, embora contidos em lei especial relativa às sociedades por ações, eram tidos por regras gerais aplicáveis aos diferentes tipos de pessoas jurídicas. É de se notar, ainda, que a redação dos dispositivos relativos à transformação contidos na Lei nº 6.404/76 pouco difere daqueles previstos pelo Código Civil de 2002. V. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa* (artigos 1.052 a 1.195). São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13, p. 491-2; ALVIM, Arruda; ALVIM, Thereza (Coords.), *Comentários ao Código Civil Brasileiro*, volume X: da sociedade, do estabelecimento e dos institutos complementares. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 199; SILVA, Regina Beatriz Tavares da. *Código Civil comentado*. São Paulo: Saraiva, 2008. p. 1139-40; Fran Martins, *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*: artigo por artigo. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 918; e BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 479-480: “Os preceitos da lei das sociedades anônimas sobre transformação (arts. 220 a 222) aplicavam-se a todas as espécies societárias, não apenas à S.A. Com o atual Código Civil (arts. 1.113 a 1.115), as demais sociedades passaram a contar com uma regulação própria, semelhante à da sociedade anônima”.

<sup>45</sup> Código Civil de 2002, art. 1.113: “O ato de transformação independe de dissolução ou liquidação da sociedade, e obedecerá aos preceitos reguladores da constituição e inscrição próprios do tipo em que vai converter-se”. V. MATIELLO,

transformação permite a mudança de tipo sem solução de continuidade, preservando os interesses de credores<sup>46</sup> e também de empregados, que não veem interrompidos os seus contratos de trabalho<sup>47</sup>. É o que explica José Edwaldo Tavares Borba:

Quando a sociedade passa de um tipo a outro, opera-se como que uma metamorfose. A transformação muda-lhe as características, mas não a individualidades, que permanece a mesma, mantendo-se íntegros a pessoa jurídica, o quadro de sócios, o patrimônio, os créditos e os débitos. Não se verifica, na transformação, a extinção da sociedade para a criação de outra, porquanto a sociedade transformada representa a continuidade da pessoa jurídica preexistente, apenas com uma roupagem jurídica diversa.<sup>48</sup>

A questão específica que se coloca aqui guarda relação com a possibilidade de utilização desse mecanismo por associações, de forma a permitir a sua migração para um novo tipo jurídico societário. Como já se antecipou, o argumento central contrário a essa possibilidade decorre de uma interpretação literal do art. 1.113 do

---

Fabício Zamprogna. *Código civil comentado: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. São Paulo: LTr, 2007. p. 693.

<sup>46</sup> Código Civil, art. 1.115: “A transformação não modificará nem prejudicará, em qualquer caso, os direitos dos credores. Parágrafo único. A falência da sociedade transformada somente produzirá efeitos em relação aos sócios que, no tipo anterior, a eles estariam sujeitos, se o pedirem os titulares de créditos anteriores à transformação, e somente a estes beneficiará”.

<sup>47</sup> Código Civil: “Art. 10. Qualquer alteração na estrutura jurídica da empresa não afetará os direitos adquiridos por seus empregados”; e “Art. 448. A mudança na propriedade ou na estrutura jurídica da empresa não afetará os contratos de trabalho dos respectivos empregados”.

<sup>48</sup> TAVARES BORBA, José Edwaldo. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 479-480. V., também, AZEVEDO, Álvaro Villaça (coord.). *Código civil comentado*, volume XI: direito de empresa, artigos 887 a 926 e 966 a 1.195. São Paulo: Atlas, 2008. p. 683-4; MATIELLO, Fabício Zamprogna. *Código civil comentado: Lei n. 10.406, de 10.01.2002*. São Paulo: LTr, 2007. p. 693-4; e LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à Lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3 (arts. 189 a 300), p. 391-4.

Código Civil, que faz referência explícita apenas à transformação de sociedade<sup>49</sup>. Argumenta-se, ademais, que o fato de as disposições relativas à transformação estarem contidas no Livro II do Código Civil – “do Direito de Empresa” – também indicaria a impossibilidade de sua adoção por associações, cuja natureza jurídica não é societária.

Uma primeira ponderação que se pode fazer sobre esse argumento diz respeito à previsão contida no art. 2.033 do Código Civil, que expressamente menciona a possibilidade de transformação de quaisquer dos tipos de pessoas jurídicas de direito privado, previstos pelo art. 44 do mesmo diploma<sup>50</sup> – o que inclui, portanto, associações. Confira-se a redação do dispositivo:

Art. 2.033. Salvo o disposto em lei especial, as modificações dos atos constitutivos das pessoas jurídicas referidas no art. 44, bem como a sua transformação, incorporação, cisão ou fusão, regem-se desde logo por este Código.

O enunciado transcrito parece conter uma clara autorização à adoção do instituto da transformação por associações<sup>51</sup>. Há, porém, quem pretenda atribuir um caráter transitório a essa disposição, que

---

<sup>49</sup> V. nota 42.

<sup>50</sup> Código Civil, art. 44: “São pessoas jurídicas de direito privado: I - as associações; II - as sociedades; III - as fundações; IV - as organizações religiosas; V - os partidos políticos; VI - as empresas individuais de responsabilidade limitada”.

<sup>51</sup> A JUCESP compartilha desse entendimento, como se observa do julgamento do Revex nº 997.072/11-8, interposto pela Procuradoria: “Presidência: Diante de todo o exposto, forte no entendimento de que a legislação vigente autoriza a transformação levada a efeito, com base especialmente na interpretação que deve ser dada ao artigo 2.033 do Código Civil, decidiu pela manutenção do registro ora atacado, na forma da decisão exarada pela I. 1ª. Turma de Vogais desta Casa, mantendo-se, portanto o NIRE 353300911144, de 16/02/2011, concedido à sociedade, com o arquivamento da presente Revisão Administrativa”. JUCESP, Secretaria Geral, “Ordem do Dia” para a Sessão Plenária a ser realizada em 15 de setembro de 2011 (Ordinária 71/2011), p. 3-6, Revisão ex-offício nº 997.072/11-8. Disponível em: <<http://www.jucesp.fazenda.sp.gov.br>>.

seria revelado pela locução “desde logo”<sup>52</sup>, supostamente restrita ao tratamento de questões relacionadas ao direito intertemporal<sup>53</sup>. Ou, ainda, quem defenda que a sua aplicação se restringiria à possibilidade de transformação, incorporação, cisão ou fusão entre os diversos tipos de pessoa jurídica referidos pelo próprio art. 44 do Código Civil, sem, porém, permitir a conversão de associações em tipos societários<sup>54</sup>.

Com o respeito devido, as objeções não parecem consistentes. Isso porque o princípio da segurança jurídica exige que normas restritivas de direitos tenham conteúdo claro e definido, ao menos por duas razões. Em primeiro lugar, para que o eventual atingido pela norma possa identificar – ou ao menos prever razoavelmente – a restrição a seu direito<sup>55</sup>. E, em segundo lugar, porque a vagueza da

---

<sup>52</sup> Não é este, porém, o sentido conferido à expressão por ALVIM, Arruda e ALVIM, Thereza (Coords.). *Comentários ao Código Civil brasileiro*: do direito das sucessões. Rio de Janeiro: Forense, 2008. v. 17, p. 601: “Note-se que, ao utilizar a expressão adverbial ‘desde logo’, o codificador admitiu que, mesmo as entidades constituídas antes da vigência da nova lei, subordinam-se às normas em comento”.

<sup>53</sup> Esse foi o argumento utilizado pelo TJSP no âmbito da Apelação Cível nº 990.10.208.229-6, referida pela Procuradoria da Junta Comercial de São Paulo em seu Remin, para afastar a previsão do art. 2.033 do CC. V., na mesma linha, Paulo Hamilton Siqueira Jr. In: Carlos Eduardo Nicoletti Camilo et. al. (Coord.). *Comentários ao Código Civil*: artigo por artigo. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006. p. 1399, [em introdução ao livro complementar “Das disposições finais e transitórias”]: “Enfim, são normas efêmeras e transitórias voltadas a resolver possíveis antinomias jurídicas”.

<sup>54</sup> Essa é a linha adotada pela Corregedoria Geral de Justiça no TJSP, no Parecer nº 289/2007, igualmente referido pela Procuradoria da Junta Comercial de São Paulo.

<sup>55</sup> Trata-se do *princípio da clareza e determinação das normas restritivas de direitos*. V. Gilmar Ferreira Mendes, *Direitos fundamentais e controle de constitucionalidade*. São Paulo: Celso Bastos Editor, 1998, p. 35-6: “*Princípio da clareza e determinação das normas restritivas* [de direitos fundamentais]. O princípio da segurança jurídica, elemento fundamental do Estado de Direito, exige que as normas restritivas sejam dotadas de clareza e precisão, permitindo que o eventual atingido possa identificar a nova situação jurídica e as consequências que dela decorrem. Portanto, clareza e determinação significam cognoscibilidade dos propósitos do legislador”; CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito constitucional e teoria da constituição*. Coimbra: Almedina, 2002. p. 248; e Jorge Reis Novais, *As restrições aos direitos fundamentais não expressamente autorizadas pela Constituição*. Coimbra: Coimbra Editora, 2003. p. 769 e ss.: “A determinabilidade das restrições – incluindo, como diz, entre nós, Gomes Canotilho, a exigência de

norma poderia levar a autoridade que vai aplicá-la a encontrar espaço para, ao lado das restrições legítimas, impor outras, ilegítimas<sup>56</sup>. Não seria, portanto, legítimo pretender a criação de normas restritivas a partir da interpretação de disposições que não proveem claramente nesse sentido. Em outros termos: se o art. 2.033 do Código Civil não prevê qualquer restrição específica à possibilidade de transformação de associações, não cabe ao intérprete fazê-lo<sup>57</sup>.

---

clareza das normas legais e a exigência de densidade suficiente na regulamentação legal – é, em primeiro lugar, um factor de garantia da protecção da confiança e da segurança jurídica, uma vez que o cidadão só pode conformar autonomamente os próprios planos de vida se souber com o que pode contar, qual a margem de acção que lhe está garantida o que pode legitimamente esperar das eventuais intervenções do Estado na sua esfera pessoal”.

<sup>56</sup> A Suprema Corte norte-americana tem tradicional jurisprudência pela qual se consideram inválidas as normas restritivas de direitos que sejam vagas, gerais e que não definam claramente a conduta que pretendem impor ou proibir. V. Steven L. Emanuel, *Constitutional Law*. New York: Aspen Law and Business, 2001. p. 459: *Vagueness: A statute will be held void for vagueness if the conduct forbidden by is so **unclearly defined** that persons ‘of common intelligence must necessarily **guess at its meaning** and differ as to its application.’ Connally v. General Construction Co., 269 U.S. 385 (1926). (...) The proscription against vagueness stems from the Due Process Clause’s requirement that people be given **fair notice** of what conduct is prohibited. (...) The other main function of the vagueness doctrine is to **curb the discretion** afforded to law enforcement officers or administrative officials” (negrito no original).*

Sobre o mesmo tema, v. NOVAIS, Jorge Reis. *As restrições aos direitos fundamentais não expressamente autorizadas pela Constituição*. Coimbra: Coimbra Editora, 2003. p. 771: “Com efeito, uma restrição de enunciado vago ou não precisamente determinado abre a possibilidade de intervenções restritivas que vão eventualmente para além do que é estritamente exigido pela salvaguarda de outros bens dignos de protecção”.

<sup>57</sup> AZEVEDO, Antonio Junqueira de. *Novos estudos e pareceres de direito privado*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 37: “Vê-se, pela norma do art. 2033 citado, que qualquer uma das pessoas jurídicas, sociedade, associação ou fundação, pode-se transformar em outra (...). O legislador não estabeleceu nenhuma restrição às transformações das pessoas jurídicas, não cabendo ao intérprete criar, por exemplo, uma exclusão de que as fundações não podem se transformar em associações, ou vice-versa. Trata-se da conhecida regra hermenêutica segundo a qual onde a lei não distingue não é lícito ao intérprete distinguir – na fórmula latina, usada na 1ª pessoa do plural, ‘*ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*’. Qualquer das forma de pessoa jurídica previstas no Código Civil pode transformar-se em outra”.

Seja como for, ainda que não se quisesse observar no art. 2.033 do Código Civil uma autorização expressa à transformação das associações<sup>58</sup>, a verdade é que igualmente inexistia qualquer vedação específica nesse sentido. Muito ao revés. O exame da legislação especial demonstra que, em oportunidades diversas, o legislador não apenas autorizou, como até mesmo incentivou a transformação de associações em sociedades empresárias. Assim, por exemplo, antes da edição do Código Civil de 2002, a Lei nº 9.615/98 (“Lei Pelé”) – na redação que lhe conferiu a Lei nº 9.981/00 – já previa expressamente a possibilidade de clubes de futebol, típicas associações civis, transformarem-se em sociedades comerciais<sup>59</sup>. Confira-se:

---

<sup>58</sup> Defendendo a ampla possibilidade de associações transformarem-se em sociedades empresárias, v. CARVALHOSA, Modesto Carvalhosa. *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa* (artigos 1.052 a 1.195). São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13, p. 497-8: “Indaga-se se as sociedades de natureza civil podem transformar-se em sociedades comerciais. No sistema jurídico brasileiro, todas as sociedades com personalidade jurídica previstas no Código Civil de 2002 (arts. 997 e s.) e nas leis especiais podem ser objeto de transformação nos tipos societários comerciais. Podem transformar-se, assim, as sociedades de natureza civil com ou sem fins lucrativos, desde que o contrato assim o preveja ou não o impeça. (...) Também podem ser transformadas as associações sem fins lucrativos, como ocorre em todo o mundo com os clubes e associações esportivas”.

<sup>59</sup> Posteriormente, esse dispositivo teve sua redação alterada pela Lei nº 10.672/03, que embora deixe de mencionar expressamente o instituto da transformação, facultava aos clubes a possibilidade de constituírem-se como sociedades empresárias, impondo àqueles que assim não o fizerem o regime próprio das sociedades em comum. A doutrina especializada, porém, permanece sustentando a possibilidade de transformação de associações desportivas em sociedades empresárias, mesmo à luz da redação conferida pela Lei nº 10.672/03. V. PERRUCCI, Felipe Falcone. *Clube-empresa: o modelo brasileiro para transformação dos clubes de futebol em sociedades empresárias*. Nova Lima, Minas Gerais: 2006. p. 163-4. Disponível em: <<http://www.mcampos.br/POSGRADUACAO/mestrado/dissertacoes/2011/felipefalconeperrucci.pdf>>. Acesso em 15 dez. 2014: “Há de se ressaltar que, durante muito tempo, a legislação apresentou instabilidade neste particular. Em alguns diplomas impunha a adoção de regime societário empresarial, em outros, facultava a adoção deste modelo. A edição da presente lei [Lei nº 10.672/03] finalizou a discussão (...). De acordo com a nova redação é facultado ao clube promover sua transformação em sociedade empresária”.

Art. 27. É facultado à entidade de prática desportiva participante de competições profissionais:

I - transformar-se em sociedade civil de fins econômicos;

II - transformar-se em sociedade comercial;

III - constituir ou contratar sociedade comercial para administrar suas atividades profissionais.

E, de fato, diversas foram as associações desportivas tradicionais que se transformaram em sociedades empresárias, sendo de se citar, e.g., o Esporte Clube Bahia, o Grêmio Porto-alegrense e o Boa Vista, dentre outros. Mais recentemente, também a Lei nº 11.096/05, que instituiu o Programa Universidade para Todos – PROUNI, previu que pessoas jurídicas de direito privado sem fins lucrativos (associações e fundações, à luz do Código Civil de 2002), mantenedoras de instituições de ensino superior, poderiam optar por se transformarem em sociedade de fins econômicos – o que de fato foi feito por diversas entidades<sup>60</sup>. Confira-se o dispositivo pertinente:

Art. 13. As pessoas jurídicas de direito privado, mantenedoras de instituições de ensino superior, sem fins lucrativos, que adotarem as regras de seleção de estudantes bolsistas a que se refere o art. 11 desta Lei e que estejam no gozo da isenção da contribuição para a seguridade social de que trata o § 7º do art. 195 da Constituição Federal, que optarem, a partir da data de publicação desta Lei, por transformar sua natureza jurídica em sociedade de fins econômicos, na forma facultada pelo art. 7º-A da Lei nº 9.131, de 24 de novembro de 1995<sup>61</sup>, passarão a pagar a quota patronal para a previdência social de forma gradual, durante o prazo de 5 (cinco) anos, na razão de 20% (vinte por cento) do valor devido a cada ano, cumulativamente, até atingir o valor integral das contribuições devidas.

---

<sup>60</sup> Citem-se, como exemplo, os casos da Estácio Participações S/A e da Anhanguera Educacional S/A.

<sup>61</sup> Lei nº 9.131/95, art. 7º-A: “As pessoas jurídicas de direito privado, mantenedoras de instituições de ensino superior, previstas no inciso II do art. 19 da Lei nº 9.394, de 20 de dezembro de 1996, poderão assumir qualquer das formas admitidas em direito, de natureza civil ou comercial e, quando constituídas como fundações, serão regidas pelo disposto no art. 24 do Código Civil Brasileiro”.



Parágrafo único. A pessoa jurídica de direito privado transformada em sociedade de fins econômicos passará a pagar a contribuição previdenciária de que trata o caput deste artigo a partir do 1º dia do mês de realização da assembleia geral que autorizar a transformação da sua natureza jurídica, respeitada a gradação correspondente ao respectivo ano.

Mesmo que se pretenda conferir a tais diplomas o caráter de leis especiais de aplicação restrita, eles parecem confirmar a conclusão de que inexistente, no ordenamento brasileiro, qualquer razão que impeça a transformação de associações civis em sociedades empresárias. Diante disso, e tendo em vista que não há vedação legal expressa, semelhante operação não poderia ser considerada inválida em tese, sob pena de violação ao princípio da legalidade (CF, art. 5º, II), segundo a qual “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”<sup>62</sup>. Sem falar no fato de que seria inteiramente ilógico proibir a conversão de que se trata: assumindo que os associados podem dissolver a entidade e formar uma sociedade empresária logo na sequência, não haveria qualquer sentido em se proibir que optem, em vez disso, por uma transformação.

Nesse ponto, convém ter em mente que a regra geral no âmbito das relações privadas – notadamente quando não estejam em jogo direitos indisponíveis ou questões existenciais – é a da liberdade de escolha, não havendo qualquer fundamento para que a legislação seja interpretada de forma a se criarem restrições não expressas. Nessa linha, a leitura restritiva que a Junta Comercial de São Paulo pretende

---

<sup>62</sup> MORAES, Alexandre de. *Constituição do Brasil interpretada e legislação*. São Paulo: Atlas, 2003. p. 197: “O art. 5º, II, da CF preceitua que ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei. Tal princípio visa combater o poder arbitrário do Estado. Só por meio das espécies normativas (CF, art. 59) devidamente elaboradas, conforme as regras de processo legislativo constitucional, podem-se criar obrigações para o indivíduo, pois são expressão da vontade geral. Com o primado da lei, cessa o privilégio da vontade caprichosa do detentor do poder em benefício da lei, sendo assegurada ao particular a possibilidade de recorrer às imposições estatais que não respeitarem o devido processo legislativo”.

impor parece incompatível, igualmente, com o direito fundamental à liberdade de associação, do qual decorre para os indivíduos a prerrogativa de optarem pelas formas mais adequadas aos seus propósitos<sup>63</sup>. São vedadas, portanto, restrições arbitrárias ou caprichosas, ainda quando instituídas pelo legislador. Em se tratando de uma restrição criada por via interpretativa, o controle há de ser ainda mais rigoroso.

Assim, tendo em vista a regra geral do art. 2.033 e a inexistência de vedação legal expressa quanto à hipótese de que se trata, é de se considerar lícita a possibilidade de transformação de associações em sociedades empresárias. Para a sua efetivação deve ser adotada, ainda que por analogia, a disciplina dos arts. 1.113 a 1.115 do Código Civil. O fato de associações e sociedades empresárias submeterem-se a órgãos registrais diversos para aquisição de personalidade jurídica<sup>64</sup> – as primeiras ao Registro Civil de Pessoas Jurídicas (Lei nº 6.015/73), e as segundas ao Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins (Lei nº 8.934/94)<sup>65</sup> – não invalida essa conclusão. Não seria minimamente legítimo que o intérprete extraia de meras formalidades registrais uma vedação implícita à operação de transformação, criando proibição que não consta da lei.

---

<sup>63</sup> CF/88, art. 5º, XVIII: “a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento;”.

<sup>64</sup> Código Civil, arts. 45 e 985: “Art. 45. Começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro, precedida, quando necessário, de autorização ou aprovação do Poder Executivo, averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo”; “Art. 985. A sociedade adquire personalidade jurídica com a inscrição, no registro próprio e na forma da lei, dos seus atos constitutivos (arts. 45 e 1.150)”.

<sup>65</sup> Código Civil, art. 1.150: “O empresário e a sociedade empresária vinculam-se ao Registro Público de Empresas Mercantis a cargo das Juntas Comerciais, e a sociedade simples ao Registro Civil das Pessoas Jurídicas, o qual deverá obedecer às normas fixadas para aquele registro, se a sociedade simples adotar um dos tipos de sociedade empresária”.

Aliás, o próprio art. 1.113, do Código Civil, permite concluir que eventuais divergências registrais não poderiam representar óbice à semelhante operação, estabelecendo que o ato de transformação “obedecerá aos preceitos reguladores da constituição e inscrição próprios do tipo em que vai converter-se”. Essa é a solução mais coerente do ponto de vista lógico, uma vez que as transformações, por sua própria finalidade, podem exigir a transição de um regime jurídico a outro. O ponto é bem explorado em parecer da Comissão das Sociedades de Advogados da OAB/SP, relativo à possibilidade de sociedade de advogados transformar-se em sociedade empresária:

(...)18. O fato de que os atos constitutivos das Sociedades de Advogados, assim como todas as suas alterações se registrem no registro próprio, não veda a sua possível transformação ou mudança de tipo. (...) 20. Talvez o obstáculo seja mero formalismo registral: vedar o registro do instrumento de transformação, no Registro das Sociedades de Advogados. Ora, não se trata disso; basta averbar no Registro das Sociedades de Advogados o instrumento de transformação, ao mesmo tempo que se leva ao RPEM – aqui, sim, para que se registre a pessoa jurídica com o seu novo tipo de sociedade empresária. 21. O Código Civil, depois de confirmar que a transformação não implica dissolução ou liquidação da sociedade, acrescenta que: “obedecerá aos preceitos reguladores da constituição e inscrições próprios do tipo em que vai converter-se” (art. 1.113 do C.C.). Isto significa que o arquivamento e registro imprescindível e essencial da transformação da Sociedade de Advogados em sociedade empresária é feito no RPEM. Desnecessário esclarecer que não se trata do registro do ato constitutivo nem das suas alterações contratuais, mas de um ato modificativo excepcional (transformação), que se realiza como se constituiria a sociedade empresária – resultante da transformação. Este o ato essencial e, em princípio, suficiente, que consiste na modificação contratual do tipo societário<sup>66</sup>.

---

<sup>66</sup> O referido parecer, de autoria dos Drs. Celso de Souza Azzi e Félix Ruiz Alonso, foi aprovado na Reunião da Comissão das Sociedades de Advogados realizada em 14 maio 2009, e está disponível em: <<http://www.oabsp.org.br/comissoes2010/socie>

Antes de passar ao tópico seguinte, cabe fazer uma última consideração. Embora não haja fundamento para se proibir a transformação de associações em sociedades empresárias, tampouco se pode admitir que isso se converta em pretexto para o descumprimento de exigências relacionadas à extinção daquelas entidades. Nesse ponto, merece especial destaque o art. 61 do Código Civil, segundo o qual, uma vez extinta uma associação, o remanescente do seu patrimônio líquido deverá ser destinado à entidade de fins não econômicos. O mesmo dispositivo permite, porém, que sejam deduzidas as quotas ou frações ideais de titularidade dos associados, bem como suas eventuais contribuições ao patrimônio da entidade. Confira-se:

Art. 61. Dissolvida a associação, o remanescente do seu patrimônio líquido, depois de deduzidas, se for o caso, as quotas ou frações ideais referidas no parágrafo único do art. 56 [de titularidade dos associados], será destinado à entidade de fins não econômicos designada

---

dades-advogados/jurisprudencia/parecer\_transformacao.pdf/view?searchterm=None>. Acesso em: 13 mar. 2013. V., também, na mesma linha: JUNIOR, Gilberto de Castro Moreira. *Aspectos tributários da transformação de associação sem fins lucrativos em sociedade simples ou empresária*. Portal Jus Navigandi, 2008. Disponível em: <<http://jus.com.br/revista/texto/11862/aspectos-tributarios-da-transformacao-de-associacao-sem-fins-lucrativos-em-sociedade-simples-ou-empresaria/3#ixzz2Mhu8JT4L>>. Acesso em: 5 mar. 2013: “O que o artigo 18 do antigo Código Civil, atual artigo 985 do novo Código Civil, objetiva, no entanto, é determinar quando a sociedade adquire personalidade jurídica, ou seja, no momento de sua inscrição no registro próprio. A transformação de sociedade, por sua vez, implica na manutenção de sua personalidade jurídica. **O simples fato de a nova sociedade ter que se inscrever em outro registro não implica necessariamente na sua extinção e constituição de uma nova pessoa jurídica. Trata-se de mera formalidade exigida pela lei que não abala, como sustentado pelo Fisco, a existência e personalidade jurídica da sociedade transformada.** Não há, como muito bem explanado por Carvalhosa sobre o arquivamento dos atos de transformação, ‘anulação ou extinção nenhuma de arquivamentos dos atos constitutivos e sequentes da sociedade, feitos anteriormente à transformação. Aliás, nenhum registro público é anulado ou extinto, a não ser por defeito jurídico e por ordem judicial. Trata-se apenas de verificar os efeitos de um e de outro. Os antigos arquivamentos não têm mais eficácia para alteração de quaisquer atos societários. Terá essa eficácia o arquivamento dos atos constitutivos do novo tipo societário adotado pela pessoa jurídica. Trata-se de novo arquivamento e não apenas de averbação junto ao registro anterior” (grifos acrescidos).

no estatuto, ou, omissa esta, por deliberação dos associados, à instituição municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes.

§ 1º Por cláusula do estatuto ou, no seu silêncio, por deliberação dos associados, podem estes, antes da destinação do remanescente referida neste artigo, receber em restituição, atualizado o respectivo valor, as contribuições que tiverem prestado ao patrimônio da associação.

§ 2º Não existindo no Município, no Estado, no Distrito Federal ou no Território, em que a associação tiver sede, instituição nas condições indicadas neste artigo, o que remanescer do seu patrimônio se devolverá à Fazenda do Estado, do Distrito Federal ou da União.

A finalidade do dispositivo não parece ser outra senão a preservação de eventuais interesses de terceiros que, provavelmente motivados por intuito filantrópico, tenham contribuído financeiramente para a consecução dos objetivos de determinada associação – notadamente por meio de doações<sup>67</sup>. A compatibilização dessa norma, a partir da interpretação sistemática do Código Civil, com a possibilidade de transformação de associações em sociedades empresariais não envolve qualquer complexidade. Na linha do que dispõe o próprio artigo transcrito, basta constatar que apenas as contribuições aportadas pelos associados poderiam ser consideradas na formação e distribuição do novo capital social<sup>68</sup>. De fato, assumindo que aos associados é permitido receber de volta suas contribuições, não haveria racionalidade em proibir que eles revertam esses bens ou valores para a nova sociedade<sup>69</sup>.

---

<sup>67</sup> V. MATIELLO, Fabrício Zamprogna. *Código civil comentado*: Lei n. 10.406, de 10.01.2002. São Paulo: LTr, 2007. p. 63: “O direcionamento impositivo dos bens e direitos economicamente apreciáveis da entidade existe para que se viabilize, em tese, a continuidade das atividades benemerentes filantrópicas ou sociais para as quais foi idealizada a sociedade extinta”.

<sup>68</sup> Nessa linha, v. STJ. MC 18.810/SP. Rel. Min. Ari Pargendler. Publicado no DJ em 1 fev. 2012.

<sup>69</sup> Há quem entenda, porém, que o art. 61 do Código Civil não se aplica à transformação, na medida em que tal operação, como se viu, não envolve a dissolução do ente transformado. Adotando-se essa linha, o problema sequer se

Em suma: Inexiste vedação legal expressa à transformação de associações em sociedades empresárias, sendo possível aplicar a essa operação as disposições contidas nos arts. 1.113 a 1.115 do Código Civil, observada a restrição contida no art. 61 do mesmo diploma.

#### **4 – Inaplicabilidade da posição da Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo à situação concreta**

A inexistência de vedação legal expressa à transformação de associações em sociedades empresárias já seria, em rigor, suficiente para afastar a pretensão recursal da Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo. Isso porque, nos termos do art. 1.153 do Código Civil, compete à JUCESP a verificação formal da “observância das prescrições legais concernentes ao ato ou aos documentos apresentados” para fins de registro. Assim, inexistente vedação legal expressa à operação, seria inválido que a JUCESP se recusasse a efetuar o registro correspondente apenas a partir da interpretação controversa que pretende atribuir aos dispositivos pertinentes. Seja como for, e a pedido do consulente, passa-se a examinar os atos administrativos e os precedentes suscitados pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo na sua tentativa de justificar a alegada nulidade da transformação de associação em sociedade anônima.

Como já se referiu, na defesa de sua tese, a Procuradoria invocou: (i) a IN DNRC 88/2001; (ii) a resposta da Receita Federal à Consulta de nº 27/2002; (iii) precedentes da Corregedoria Geral de Justiça do Estado de São Paulo (Parecer nº 289/2007 e decisão proferida no processo nº 2011/80114); e (iv) acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível nº 990.10.208.229-6. Nenhum desses elementos, porém, representa óbice ao

---

coloca. Todavia, assumindo-se a sua aplicação tampouco existe óbice à operação aqui comentada, pelos motivos já referidos.

reconhecimento da legalidade da transformação do CTC em sociedade anônima.

Em primeiro lugar, a Procuradoria cita a Instrução Normativa do Departamento Nacional do Registro de Comércio (IN DNRC) 88/2001, anterior ao novo Código Civil, que dispõe sobre “o arquivamento dos atos de transformação, incorporação, fusão e cisão de sociedades mercantis”. Conforme ressalta a Procuradoria, a referida Instrução Normativa define, em seu art. 1º, a transformação como sendo “a operação pela qual a sociedade muda de tipo jurídico, sem sofrer dissolução e liquidação, obedecidas as normas reguladoras da constituição e do registro da nova forma a ser adotada” – o que, a seu ver, restringiria a possibilidade de sua utilização a “sociedades”. O dispositivo, contudo, sequer pretende conferir à transformação conceito diverso daquele previsto pelo próprio art. 1.113 do Código Civil, o que por si só tornaria inócua sua invocação, pelas razões já desenvolvidas no item anterior.

Seja como for, deve-se notar que a IN DNRC 88/2001 encerra norma regulamentar afeta ao “Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins”, cuja aplicação é, por isso mesmo, restrita às sociedades mercantis (hoje ditas empresariais, nos termos do Código Civil de 2002). Não se poderia, assim, pretender sua incidência direta a operações societárias efetivadas por associações, cujo registro inicial, como se viu, cabe ao Registro Civil de Pessoas Jurídicas. De todo modo, tendo em conta mais uma vez o princípio da legalidade, igualmente não seria lícito pretender-se extrair da interpretação de ato normativo secundário uma vedação ao exercício de direito que não tenha sido previamente proibido por lei<sup>70</sup>.

O segundo ato administrativo invocado pela Procuradoria é a resposta da Receita Federal à Consulta de nº 27/2002, que examinou a possibilidade de entidades mantenedoras de ensino superior,

---

<sup>70</sup> V. BARROSO, Luís Roberto. Apontamentos sobre o princípio da legalidade: delegações legislativas, poder regulamentar e repartição constitucional de competências legislativas. In: *Temas de direito constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, T. I, 2001. p. 165 e ss.

organizadas sob a forma de associações ou fundações, transformarem-se em sociedades com fins lucrativos, civis ou comerciais. A consulta, é de se ressaltar, foi examinada à luz do sistema normativo anterior à entrada em vigor do Código Civil de 2002, o que explica a menção a “sociedades civis com fins lucrativos”. No referido ato, a Receita Federal concluiu de forma expressa apenas pela nulidade de transformação de fundação em sociedade civil ou mercantil, tendo em conta a especial natureza jurídica de seu patrimônio afetado<sup>71</sup>. No que se refere especificamente às associações, porém, a Receita Federal reconheceu que: “Não há, no ordenamento jurídico vedação expressa à transformação de associação civil em sociedade civil com fins lucrativos, ressalvando-se a necessidade, no procedimento, de manifestação das autoridades competentes”.

A única ressalva feita pela Receita Federal sobre esse tipo de operação é que ela configuraria, em verdade, a criação de uma nova pessoa jurídica, e não propriamente uma transformação. Isso por conta da necessidade de prévia baixa dos atos da associação, junto ao Registro Civil de Pessoas Jurídicas, para subsequente inscrição de seus novos atos na Junta Comercial<sup>72</sup>. Essa observação até poderia ter

---

<sup>71</sup> Confira-se nessa linha trecho elucidativo da Solução de consulta COSIT nº 27/2002, relativa ao processo nº 10168.000980/00-92: “(...) 23. Assim, entende-se que a reforma estatutária para transformação de fundação em sociedade civil ou mercantil, com fins lucrativos é ato jurídico eivado de nulidade. 24. A uma porque o fim lucrativo viola, em regra, a disposição de vontade do instituidor, vez que as fundações buscam fins ideais (recreativos, culturais, educacionais etc.) 25. As duas porque numa fundação os lucros eventualmente obtidos reverterem em prol dela própria, não havendo possibilidade de distribuição de lucros, ato imaneente às sociedades lucrativas. 26. A três porque é da essência das sociedades civis ou mercantis a possibilidade de devolução de patrimônio aos sócios dissidentes, enquanto o patrimônio das fundações se encontra implicitamente gravado com cláusula de inalienabilidade”.

<sup>72</sup> Confira-se o seguinte trecho da Solução de consulta COSIT nº 27/2002, relativa ao processo nº 10168.000980/00-92: “Considerando que o art. 18 do Código Civil estabelece que a existência da pessoa jurídica se dá com o registro de seus atos no órgão competente, entende-se não ser possível a transformação de associação civil em sociedade mercantil, visto que há de se promover a baixa de seus atos no Registro Civil de Pessoas Jurídicas e subsequente inscrição na Junta Comercial, constituindo-se, portanto, nova pessoa jurídica”.



interesse acadêmico<sup>73</sup>, mas não suscita qualquer óbice a que os associados optem por efetuar a transformação e adequar suas atividades a uma forma societária.

Confirmando essa percepção, aliás, vale referir que, ainda no âmbito da Receita Federal, a Portaria Conjunta PGFN/RBF nº 01/2010, editada posteriormente à Consulta nº 27/2002, passou a prever expressamente a possibilidade de fusão, cisão, incorporação e transformação de “entidade ou de sociedade empresária ou simples” – o que parece ratificar o entendimento da Receita Federal de que a transformação não é, como regra, instituto restrito às sociedades empresárias.

A Procuradoria invoca, em terceiro lugar, precedentes da Corregedoria Geral de Justiça do Estado de São Paulo acerca da incorporação de determinada sociedade limitada por uma associação. No caso, embora regularmente registrada pela JUCESP, a operação teve sua viabilidade questionada pelo Registro Civil de Pessoas Jurídicas. Diante disso, a Corregedoria entendeu pela impossibilidade da referida incorporação, sob o argumento de que semelhante mutação societária, à luz dos arts. 1.116 e 2.033 do Código Civil, somente poderia ser realizada entre pessoas jurídicas de mesma natureza (ou seja, entre duas sociedades, ou entre duas associações, mas não entre sociedades e associações entre si). Ainda segundo a Corregedoria, a distinção da natureza de associações e sociedades decorreria essencialmente da existência, ou não, de distribuição de lucros.

---

<sup>73</sup> Em sentido contrário, porém, v. ALVIM, Arruda e ALVIM, Thereza (Coords.), *Comentários ao Código Civil Brasileiro, volume X: da sociedade, do estabelecimento e dos institutos complementares*. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 202: “A despeito de ainda se discutir o assunto, a doutrina e a jurisprudência convictamente trilham no sentido de que não há constituição de nova sociedade na transformação, mas tão-somente alteração da forma adotada pela sociedade transformada”. No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ao Código Civil: parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195)*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13, p. 494-5: “Na transformação não existe dissolução ou liquidação da pessoa jurídica, mas sim extinção dos atos constitutivos. Sua substituição por outros outorga à mesma pessoa jurídica transformada direitos, obrigações e responsabilidades diversos. (...)”.

Muito embora o precedente invocado cuide de incorporação – e não de transformação, como no caso sob exame – a argumentação desenvolvida no item anterior mostra-se suficiente para confrontá-lo. Com efeito, pelas razões já expostas, é possível concluir que inexistente vedação legal expressa também à incorporação de sociedade por associação. Sintomaticamente, aliás, os órgãos registrais do Estado de São Paulo, em precedentes de 2007, consideraram válidas duas operações que envolviam a cisão de associações sem fins lucrativos com posterior versão de seu patrimônio para sociedades empresárias. Refere-se aqui às operações de “desmutualização” da Bovespa e da BM&F (Bolsa de Mercadorias e Futuros), que posteriormente culminaram na criação da companhia BM&F Bovespa – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros<sup>74</sup>. Seja como for, e como também já se esclareceu no item anterior deste estudo, embora a ausência de distribuição de lucros seja de fato uma marcante característica das associações, não representa óbice efetivo à realização de operações que impliquem sua mutação societária, desde que previamente observada a regra prevista no art. 61 do Código Civil.

Por fim, e em quarto lugar, o acórdão do Tribunal de Justiça de São Paulo proferido na Apelação Cível nº 990.10.208.229-6, citado pela Procuradoria, diz respeito à possibilidade de transformação de fundação, e não de associação. De fato, no referido acórdão, o Tribunal de Justiça de São Paulo considerou que a transformação de fundações em qualquer outro tipo de pessoa jurídica seria inviável, em razão da característica essencial de afetação do seu patrimônio a uma finalidade previamente determinada por seu instituidor. Por outro lado, o Tribunal registrou que associações e sociedades compartilham do mesmo elemento estrutural, consistente no agrupamento de

---

<sup>74</sup> Para um quadro mais completo dessas operações, v. CAVALCANTE, Francisco. *Mercado de Capitais: o que é, como funciona*. São Paulo: Elsevier, 2009. p. 53-4; e ESTRADA, Roberto Duque. A desmutualização das bolsas e a tributação ilegal, *Revista Consultor Jurídico*, 2012. Disponível em: <<http://www.conjur.com.br/2012-mai-02/consultor-tributario-desmutualizacao-bolsas-ilegal-tributacao>>.

pessoas, permitindo antever a viabilidade de transformação de associação em sociedade. Confira-se:

Mas a fundação se distingue substancialmente das corporações (associações e sociedades), cujo elemento estrutural é o agrupamento de pessoas. Na fundação, ao revés, prepondera o componente patrimonial afetado a um fim. Desse modo, aceitar a livre transformação entre pessoas jurídicas como regra geral, especialmente a conversão em sociedade, não se coadunaria com o sentido legal da fundação, haja vista sua finalidade vinculada (Código Civil, art. 62, parágrafo único) e imutável (ibidem, art. 67, inc. II).

E, de fato, em recente oportunidade, o Tribunal de Justiça de São Paulo considerou lícita a transformação da Associação Condomínio Jáú Shopping Center em sociedade anônima. Veja-se:

(...) Como se vê, nenhuma irregularidade se extrai do procedimento de votação em questão. Como bem observado na r. sentença recorrida, “a grande maioria votou e decidiu pela transformação da Associação em Sociedade Anônima, considerando mais benéfica ao interesse de todos. Sem dúvida que essa decisão da maioria dos associados deve ser respeitada” (fls. 255)<sup>75</sup>.

Como se vê, são inaplicáveis à situação concreta os atos administrativos e precedentes invocados pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo para a defesa de sua posição. Mais do que isso, e em sentido contrário, manifestação mais recente do Tribunal de Justiça de São Paulo confirma a possibilidade de transformação de associações em sociedades empresárias, na linha do que se sustenta no presente estudo.

---

<sup>75</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Apelação Cível nº 9101610-14.2007.8.26.0000. Relator: Desembargador Santi Ribeiro. 1ª Câmara de Direito Privado. São Paulo, 06 de março de 2012.

## **5 – Inexistência de lesão ao patrimônio público ou malversação de recursos públicos, ou ainda de fraude a particulares. Irrazoabilidade da pretensão de desfazimento do registro da transformação já operada**

Demonstrada a inexistência de qualquer óbice legal à transformação do CTC em sociedade anônima, bem como a inaplicabilidade dos atos administrativos e precedentes invocados pela Procuradoria Geral do Estado à hipótese, resta investigar se teria havido, no caso, ofensa à previsão do art. 61 do Código Civil, apta a eivar de nulidade a operação em exame<sup>76</sup>. A resposta é negativa.

Como já se referiu, a finalidade do dispositivo é preservar interesses de terceiros que tenham contribuído financeiramente para uma associação, determinando que, no caso de sua extinção, tais contribuições sejam revertidas em favor de entidades congêneres, igualmente sem fins lucrativos. O consultante atesta, porém, que nunca recebeu qualquer espécie de subvenção pública, e tampouco doações privadas de terceiros estranhos ao seu quadro social. O patrimônio do CTC, assim, teria sido construído exclusivamente a partir da contribuição de seus associados, destinadas ao financiamento regular de suas atividades – fato que, diversamente do sugerido pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo, impede a

---

<sup>76</sup> Por facilidade, reproduz-se aqui o dispositivo: “Art. 61. Dissolvida a associação, o remanescente do seu patrimônio líquido, depois de deduzidas, se for o caso, as quotas ou frações ideais referidas no parágrafo único do art. 56 [de titularidade dos associados], será destinado à entidade de fins não econômicos designada no estatuto, ou, omissis este, por deliberação dos associados, à instituição municipal, estadual ou federal, de fins idênticos ou semelhantes. § 1º Por cláusula do estatuto ou, no seu silêncio, por deliberação dos associados, podem estes, antes da destinação do remanescente referida neste artigo, receber em restituição, atualizado o respectivo valor, as contribuições que tiverem prestado ao patrimônio da associação. § 2º Não existindo no Município, no Estado, no Distrito Federal ou no Território, em que a associação tiver sede, instituição nas condições indicadas neste artigo, o que remanescer do seu patrimônio se devolverá à Fazenda do Estado, do Distrito Federal ou da União”.

equiparação do CTC a entidades associativas de caráter filantrópico como a APAE ou a LBV.

Nesse cenário – e nos termos do próprio art. 61 do Código Civil – no caso de sua extinção, todo o capital do CTC poderia ser revertido em favor de seus próprios associados, como restituição de frações ideais e/ou contribuições de sua titularidade. Por essa mesma razão, não se verificaria na hipótese qualquer restrição a que o patrimônio do CTC fosse integralmente destinado à formação do capital social da sociedade anônima na qual se transformou, com distribuição proporcional de ações em favor de seus antigos associados, hoje sócios.

Interpretação diversa se mostraria, aliás, irrazoável e ilógica, na medida em que, após a eventual extinção da entidade associativa, nada impediria que seus antigos associados, fazendo uso dos mesmos recursos que lhes teriam sido revertidos, decidissem fundar uma sociedade anônima apta a desempenhar as atividades antes desenvolvidas por aquela associação, sob novo regime. Na linha do que já foi mencionado, haveria violação à liberdade associativa caso o Poder Público pretendesse interferir na decisão dos associados de organizarem seu esforço comum sob um novo regime jurídico<sup>77</sup>, a despeito da inexistência de vedação legal<sup>78</sup>. Especialmente quando, como no caso, inexistem outros valores jurídicos a serem tutelados pelo Estado, eis que afastada a possibilidade de malversação de

---

<sup>77</sup> Mesmo porque a transformação nada mais é do que a repactuação de um contrato social já celebrado, a fim de promover a alteração da forma típica inicialmente escolhida, sem que se observe porém qualquer quebra da *affectio societatis* que animou aquelas pessoas a reunirem esforços para a criação de determinada pessoa jurídica destinada à realização de objetivos comuns. V. PELUSO, Cezar (Coord.). *Código Civil comentado: Doutrina e Jurisprudência*. 3ª ed. São Paulo: Manole. p. 1045.

<sup>78</sup> CF/88, art. 5º: “XVIII - a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento; XIX - as associações só poderão ser compulsoriamente dissolvidas ou ter suas atividades suspensas por decisão judicial, exigindo-se, no primeiro caso, o trânsito em julgado”.

recursos públicos ou fraude a particulares. Confira-se, nessa linha, Armando Luiz Rovai:

Impedir a possibilidade de transformação de uma associação ou de sociedade cooperativa em sociedade empresária, sob o argumento de que seria necessária sua anterior extinção, é ilógico e irracional e tem por consequência a morte compulsória da pessoa jurídica. Destarte, não se pode interpretar que as associações e as cooperativas, prestigiadas constitucionalmente pelas suas respectivas importâncias no contexto social da Carta Magna, tenham vedado o acesso ao instituto da transformação, que objetiva, ao fim e ao cabo, preservar e manifestar concretamente a livre vontade dos associados ou dos cooperados. Ou seja, tal situação, seria uma dissolução manifestamente contrária aos interesses e à vontade dos interessados (seus associados ou cooperados) e somente poder-se-ia se dar por decisão judicial com trânsito em julgado.<sup>79</sup>

Afora não contribuir para o princípio da continuidade da empresa, tutelado pelo ordenamento brasileiro, o desfazimento da transformação do CTC, efetivada em 2011, poderia gerar prejuízos desnecessários a terceiros. É que, como se referiu, a transformação se opera sem dissolução da entidade transformada, garantindo-se assim a continuidade dos contratos de trabalho e a preservação dos direitos de seus eventuais credores. Semelhante garantia seria esvaziada caso a transformação já efetivada viesse a ser considerada nula no âmbito do Registro Mercantil, especialmente porque a mesma operação ganhou regular registro no Cartório de Registro Civil de Pessoas Jurídicas, dando causa à extinção do CTC enquanto associação. O CTC ficaria

---

<sup>79</sup> ROVAI, Armando Luiz. *Possibilidade de transformação de uma associação ou sociedade cooperativa em sociedade empresária*. Portal Migalhas, 14 jun. 2012. Disponível em: <[http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI157425,61044-possibilidade+juridica+de+transformacao+ de+uma+associacao+ou](http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI157425,61044-possibilidade+juridica+de+transformacao+de+uma+associacao+ou)>. Acesso em: 4 mar. 2013.

relegado, assim, a um verdadeiro “limbo registral”, do qual decorreria inegável insegurança jurídica<sup>80</sup>.

De fato, o CTC vem operando regularmente como sociedade anônima há quase dois anos, tendo contraído diversas obrigações, inclusive fiscais, sob essa nova natureza jurídica. Eventual pretensão de se promover a anulação tardia de seu registro não poderia deixar de considerar os reflexos da medida em face de terceiros.

## **Conclusão**

À luz das premissas estabelecidas e da argumentação desenvolvida, é possível sintetizar as ideias apresentadas nas seguintes proposições objetivas:

A. Inexiste qualquer vedação legal à transformação de uma associação civil sem fins lucrativos em sociedade anônima de capital aberto. Tampouco está presente, na hipótese, qualquer fundamento ético ou fático que justifique a impugnação apresentada pela Procuradoria da Junta Comercial do Estado de São Paulo.

B. A regra geral no âmbito das relações privadas – notadamente quando não estejam em jogo direitos indisponíveis ou questões existenciais ligadas à dignidade da pessoa humana – é a

---

<sup>80</sup> A JUCESP reconheceu o ponto por ocasião do julgamento do Replen nº 990.353/11-4, interposto pela Procuradoria: “Concluo acima de tudo que, preservando o bom senso e do ponto de vista econômico que envolve vários profissionais em pesquisa, podendo com isso ter acesso a terceiros interessados, principalmente desenvolvimento em tecnologia do açúcar, álcool, etanol, energia e derivados e admitindo que o 4º Cartório de Títulos e Documentos e Registro Civil de Pessoas Jurídicas de SP entendeu que a operação observou os requisitos legais e estatutários, e à JUCESP somente compete analisar o mérito dos atos a ela apresentada para o devido registro (sociedade por ações), entendo que o registro na JUCESP NIRE 35300391144 de 16/02/2011 em nome de CTC – Centro de Tecnologia Canavieira S/A, deva ser mantido (...)”. JUCESP, Secretaria Geral, “Ordem do Dia” para a Sessão Plenária a ser realizada em 15 de março de 2012 (Ordinária 021/2012), p. 1-3, Recurso ao plenário nº 990.353/11-4. Disponível em: <<http://www.jucesp.fazenda.sp.gov.br>>.

liberdade de iniciativa, de empresa e de escolha. Não se deve criar, por via interpretativa, restrição não prevista em lei, sequer implicitamente.

C. Além de inexistir vedação legal, o art. 2.033 do Código Civil expressamente prevê a possibilidade de modificações dos atos constitutivos das pessoas jurídicas referidas no art. 44, aí incluídas as associações. Dentre tais modificações, há referência explícita à transformação em outra espécie de pessoa jurídica. Vale dizer: além de não haver qualquer vedação, existe admissão legal expressa da possibilidade aqui considerada.

D. Diante disso, é perfeitamente legítimo aplicar à conversão de uma associação civil em sociedade anônima, por analogia, o art. 1.113 do Código Civil, que prevê que o ato de transformação independe de dissolução ou liquidação da sociedade.

E. O patrimônio do CTC foi constituído exclusivamente a partir de contribuições de seus associados. Não há risco, nas circunstâncias, de malversação de recursos públicos nem de fraude a particulares que pudessem ter feito eventuais doações. Nesse cenário, e tendo em conta a previsão do art. 61 do Código Civil (que cuida da destinação dos bens da associação que deixa de existir), não se verificaria na hipótese qualquer restrição a que o seu patrimônio fosse integralmente destinado à formação do capital social da sociedade anônima na qual se transformou, com distribuição proporcional de ações em favor de seus antigos associados, hoje sócios.

F. Os atos administrativos e precedentes invocados pela Procuradoria da JUCESP para defender a impossibilidade de transformação do CTC em sociedade anônima são inaplicáveis ao caso, pelas razões seguintes:

- (i) A previsão contida na IN DNRC 88/2001, que tem aplicação restrita a sociedades mercantis, não difere da redação do art. 1.113 do Código Civil. De todo modo, não seria lícito extrair, da interpretação de ato normativo secundário, uma vedação ao exercício de direito que não tenha sido previamente proibido por lei;
- (ii) Na resposta à Consulta nº 27/2002, a Receita Federal concluiu de forma expressa apenas pela



impossibilidade de se transformar fundação em sociedade civil ou mercantil, tendo em conta a especial natureza jurídica de seu patrimônio afetado. Foi reconhecida, porém, a inexistência de vedação expressa à transformação de associação civil em sociedade civil com fins lucrativos. Esse entendimento foi ratificado no posterior Portaria Conjunta PGFN/RBF nº 01/2010;

(iii) Os precedentes da Corregedoria Geral de Justiça do Estado de São Paulo não cuidaram da hipótese em exame e, de qualquer forma, não teriam legitimidade para instituir restrições sem fundamento legal. De todo modo, os órgãos registrais do Estado já consideraram regulares operações que envolviam a cisão de associações sem fins lucrativos com posterior versão de seu patrimônio para sociedades empresárias, efetivadas no âmbito do processo de “desmutualização” da BM&F Bovespa; e

(iv) O acórdão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo na Apelação Cível nº 990.10.208.229-6 concluiu pela impossibilidade de transformação de fundação em qualquer outro tipo de pessoa jurídica. Essa mesma decisão registrou, porém, que associações e sociedades compartilham do mesmo elemento estrutural, o que viabilizaria eventual transformação entre tais tipos. Esse entendimento foi confirmado e aplicado concretamente em precedente posterior (Apelação Cível nº 9101610-14.2007.8.26.0000).

G. O CTC vem operando regularmente como sociedade anônima desde 2011, tendo assumido diversos compromissos perante terceiros sob essa qualificação e recolhido os impostos devidos segundo essa sua nova natureza. O desfazimento da transformação do CTC, além de colidir com o princípio da continuidade da empresa, poderia causar indesejável insegurança jurídica e gerar prejuízos desnecessários a terceiros, inclusive empregados e credores.

É como me parece.

# O CONTRATO DE *LEASING* FINANCEIRO<sup>1</sup>

## THE FINANCIAL LEASING CONTRACT

*L. Miguel Pestana de Vasconcelos\**

*Resumo:* Este artigo tem por objeto o contrato de *leasing* financeiro e está dividido em duas partes. Na primeira, expomos o relevo do *leasing* no seio dos instrumentos de financiamento empresarial. Passamos depois à sua caracterização, à análise das suas funções e dos elementos estruturais: partes, forma, objeto, prazo, rendas. Caracterizam-se depois as suas modalidades, com ênfase para o *sale and lease back* e avalia-se da sua validade face à proibição do pacto comissório. A segunda parte do artigo tem por objeto as principais questões ligadas à cessação do contrato. Aqui, foca-se a resolução pelo locador financeiro, suas causas e seus efeitos. Por fim, aspeto decisivo, analisa-se o regime falencial/insolvental do contrato.

*Palavras-chave:* financiamento, *leasing*, falência.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 15.04.2013 e aceito em 08.11.2013.

\* Este estudo é dedicado ao Professor Doutor Diogo Leite de Campos, Ilustre Professor de Direito e Humanista. Não tendo tido oportunidade de participar nos Estudos em Homenagem ao Professor Doutor Diogo Leite de Campos, pretendo, de forma modesta, fazê-lo agora. O Prof. Doutor Diogo Leite de Campos é um dos meus Mestres. É para mim um exemplo como Jurista, na aceção mais ampla e nobre da palavra, e uma referência ética. É igualmente um consumado Humanista (sendo certo que ninguém é um grande Jurista, se não o for também). Presto-lhe homenagem aqui por duas razões, ligadas ao tema e ao local. Quanto ao tema. O *leasing* é um dos temas mais tratados pelo Prof. Doutor Leite de Campos, sendo dele o estudo preparatório, de elevadíssimo nível, da atual lei que o regula. Quanto ao local. Considero bastante adequado fazê-lo numa prestigiada revista brasileira. O Prof. Doutor Leite de Campos, muito justificadamente, é uma referência em ambos os países, pelo que me pareceu o local certo para realizar essa homenagem. Aliás, não é por acaso que os estudos em sua homenagem foram organizados por Professores brasileiros e portugueses e publicados por uma editora do Brasil, a Saraiva.

*Abstract:* The object of this article is the leasing contract and it is divided in two parts. The first deals with the role this contract plays within the framework of the financing of enterprises, the characterization of the contract, its economic functions and its structure: parties, object, term and rents. We will, also, characterize the modalities of the contract, especially the sale and lease-back. The question of its validity regarding the prohibition of the *lex commissoria* will be assessed. In the second part of the article, we will focus on the termination of the contract, especially on the causes and effects of its resolution by the lessor. Finally, the insolvency/bankruptcy regime - crucial feature of the contract - is analyzed.

*Keywords:* financing, leasing, bankruptcy.

*Sumário:* Introdução. 1 – Caracterização inicial. 2 – A forma. A publicidade. 3 – Elementos estruturais. 3.1 – Os sujeitos. 3.2 – O objeto. 3.3 – O prazo. 3.4 – As rendas. 3.4.1 – A fixação do seu valor. 3.4.2 – A sua natureza. 4 – As funções económicas do contrato. 5 – As modalidades. 5.1 – A locação financeira “trilateral”. 5.2 – O *sale and lease back*. 6 – Obstáculos à sua admissibilidade. A questão do pacto comissório. 7 – As posições jurídicas das partes em geral. 7.1 – A posição jurídica do locador financeiro. 7.2 – A posição jurídica do locatário financeiro. 8 – A cessação do contrato em geral. 9 – A resolução do contrato pelo locador financeiro. 9.1 – A insolvência/falência do locatário financeiro. 9.2 – O incumprimento por parte do locatário financeiro do dever de pagar a renda. 9.3 – Os efeitos da resolução do contrato sobre as rendas pagas. 10 – O regime executivo. 11 – O

regime insolvencial/falencial. 11.1 – A insolvência/falência do locador financeiro.  
11.2 – A insolvência/falência do locatário financeiro.

## **Introdução. O *leasing* no quadro dos instrumentos de financiamento empresarial**

Para desenvolverem a sua atividade, as empresas podem recorrer a capital próprio ou a capital alheio.

O primeiro é, em regra, obtido aquando da sua constituição pelas entradas dos sócios, ou, mais tarde, através de aumentos do capital.

Contudo, se nos centrarmos nas pequenas e médias empresas detidas por pequenas sociedades, em regra por quotas, podendo mesmo ser unipessoais, verificamos que o capital que os sócios pretendem arriscar muitas vezes não é suficiente *ab initio* para sua atividade ou pode tornar-se a prazo insuficiente para esse efeito.

Nessa medida, torna-se necessário recorrer ao financiamento externo.

É sabido que se torna muito difícil recorrer aos mercados de capitais, abertos só para as grandes sociedades.

Daí que este possa ser concedido pelos próprios sócios, ou pelo recurso à banca.

O financiamento pelos sócios pode, em termos gerais, decorrer de suprimentos, prestações suplementares ou acessórias<sup>2</sup>. Trata-se de figuras diversas com regimes também diferentes. Centrando-nos agora

---

<sup>2</sup> Ver, sobre estas diferentes formas de financiamento pelos sócios, DOMINGUES, Paulo de Tarso. As diferentes formas de financiamento societário pelos sócios e a transmissibilidade autónoma dos créditos respetivos. In: *Estudos em homenagem ao Professor Doutor Heinrich Ewald Hörster*. Coimbra: Almedina, 2012. p. 753, ss. e p. 766, ss.

só nos suprimentos<sup>3</sup>, eles podem assumir a forma de empréstimos pecuniários, se dotados de permanência, e visam normalmente substituir a dotação de um capital social insuficiente.

A lei sujeita-os a um regime desfavorável relativamente às outras fontes externas de financiamento, ou seja, realizadas por terceiro, em diversos aspetos dos quais salientamos dois: por um lado, fere com a nulidade as garantias concedidas pela sociedade para os tutelar e, por outro, qualifica como créditos subordinados (no último lugar desse elenco), os créditos daí emergentes o que significa que, declarada a insolvência da sociedade, só serão satisfeitos depois de o terem sido todos os outros credores, inclusive os outros credores subordinados<sup>4</sup>. Portanto, em regra, na prática, ficam integralmente sem obter satisfação.

---

<sup>3</sup> O contrato de suprimento é aquele pelo qual “o sócio empresta à sociedade dinheiro ou outra coisa fungível, ficando aquela obrigada a restituir outro tanto, do mesmo género e qualidade, ou pelo qual o sócio convencionou com a sociedade o diferimento do vencimento de créditos seus sobre ela, desde que, em qualquer dos casos, o crédito fique tendo carácter de permanência” (art. 243.º n.º 1 do Código das Sociedades Comerciais - CSC). Para a caracterização deste contrato e seu regime em Portugal, ver: PEREIRA, João Aveiro. *O contrato de suprimento*. Coimbra: Coimbra Editora, 1997; COUTINHO DE ABREU, Jorge M. *Curso de direito comercial: das sociedades*. 3.ª ed. Coimbra: Almedina, 2009. v. II, p. 334, ss.; PINTO, Alexandre Mota. *Do contrato de suprimento: O financiamento da sociedade entre capital próprio e capital alheio*. Coimbra: Almedina, 2002.

<sup>4</sup> No caso de declaração de falência (devendo agora ler-se aqui insolvência seguida de liquidação, art. 11.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 53/2004, de 18/3) ou “dissolução por qualquer outra causa” da sociedade, os suprimentos só podem ser reembolsados depois de “inteiramente satisfeitas” as dívidas da sociedade para com terceiros [art. 245.º n.º 3 al. a) CSC], estando ainda vedada a compensação de créditos da sociedade com créditos de suprimentos [art. 245.º n.º 3 al. b) CSC]. Essa disciplina, no âmbito insolvencial, foi confirmada no atual Código da Insolvência e da Recuperação das Empresas (CIRE), onde os créditos por suprimentos são considerados créditos subordinados (e, por isso, os seus titulares só serão satisfeitos pelo que restar da massa depois dos outros credores da insolvência) e são colocados na ordem destes créditos em último lugar [art. 48.º, n.º 1, al. g) CIRE]. O que significa que serão satisfeitos, não só depois dos outros credores da insolvência, como igualmente em seguida aos restantes créditos subordinados (art. 177.º CIRE). Acresce que o reembolso de suprimentos realizado dentro do ano anterior à data do início do processo de insolvência é resolúvel em benefício da massa insolvente [art. 121.º, n.º 1, al. i) CIRE].

Temos depois o recurso ao capital alheio de terceiros que são essencialmente os bancos, pelo menos naqueles países em que essa seja a principal fonte de financiamento (e não os mercados de capitais, a que, de todo o modo, as empresas mais pequenas não terão acesso). Aqui se inserem os empréstimos pecuniários, desconto de letras, promissórias ou outros títulos de crédito, assim como as aberturas de crédito. Refira-se que estas podem ter estruturas diferentes, consistindo simplesmente, muitas vezes, na permissão concedida pelo banco de, dentro de certos limites, se admitir um saldo de conta negativo.

De grande relevo neste âmbito é o recurso ao *factoring*<sup>5</sup>. Trata-se – mas não só, uma vez que o seu âmbito funcional é bastante complexo – de um instrumento de concessão de crédito de curto prazo, tornado necessário a prática comercial de venda com entrega a pronto e o preço pago a prazo (30, 60, 90 dias). O recurso sistemático a esta forma de venda ou prestação de serviço (que consiste numa forma de o vendedor conceder crédito, o chamado “crédito comercial”) gera uma “tensão” de tesouraria, porque a empresa terá que satisfazer as suas obrigações nesse período de tempo.

Por isso (mas, como se disse, não só por isso, porque o *factoring* pode também ser um instrumento de garantia), o credor recorre ao factor que lhe adianta uma parte do valor nominal do crédito emergente da venda ou da prestação de serviços (em regra cerca de 80%, mas, nalguns casos, pouco frequentes é certo, pode o adiantamento chegar aos 100%). Para o efeito, adquire, por cessão, o crédito ao preço, indo-o cobrar ao devedor (cedido). As suas contrapartidas são juros, pelo financiamento concedido, e a comissão de cobrança.

Como o contrato de *factoring*, em si, será um contrato-quadro, nele se estabelecem valores, os chamados tetos ou *plafonds*, dentro

---

<sup>5</sup> Sobre este contrato, desenvolvidamente, ver VASCONCELOS, Miguel Pestana de. Dos contratos de cessão financeira (factoring). *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, Studia Iuridica*, Coimbra: Editora/Universidade de Coimbra, n.º 43, 1999.

dos quais o factor pode – ou, em certos casos, se obriga mesmo – aceitar os créditos e conceder adiantamentos, permitindo-lhe dessa forma planear a sua atividade mercantil. Também aí está prevista a modalidade, ou modalidades, de cessão dos créditos.

É neste quadro que se insere o *leasing* (financeiro). Ele constitui um dos instrumentos mais relevantes de financiamento empresarial. É certo que não só. Hoje constitui igualmente um importante mecanismo de crédito ao consumo. Mas essa sua vertente, que tem diversas particularidades, onde sobressai a aplicação dos regimes específicos de tutela do consumidor, vai ser de momento colocada de lado, centrando-nos na sua matriz original.

Pode dizer-se, sem receio de exagero, que grande parte dos meios componentes da organização que constitui a empresa (em sentido objetivo) são detidos em locação financeira. Sejam eles automóveis, camiões, computadores ou as mais variadas máquinas industriais. É comum depararmo-nos com uma grande empresa industrial em que os meios de que a sociedade é titular são relativamente poucos.

Recorrendo a um exemplo simples: é perfeitamente possível, e até frequente, que numa fábrica o imóvel seja arrendado, as máquinas e os automóveis detidos em *leasing*, outros móveis em locação.

De próprio, pois, a sociedade titular dessa empresa fabril terá muito pouco, em especial se os créditos decorrentes da sua atividade tiverem sido cedidos a um factor, empenhados ou cedidos em garantia para assegurarem um financiamento bancário, p. ex., uma abertura de crédito. Daqui decorre que, sendo declarada a sua insolvência, a massa será composta por um conjunto muito limitado de bens, provocando uma perda quase total aos seus credores que não se beneficiem, ao contrário da banca, de garantias, os credores comuns. É um dado evidente para quem conhece mais de perto a realidade empresarial.

Mas não se trata só de um meio de financiamento. Se alterarmos o ângulo de análise, passando a perspetivar a figura do

prisma de quem financia, o *leasing* consiste numa operação (porque composta por mais do que um contrato) de concessão de crédito garantido pela propriedade do bem.

Com efeito, o bem financiado nunca sai da esfera do banco até a satisfação integral do montante despendido com a sua aquisição, mais os juros, no que constitui o financiamento concedido<sup>6</sup>. Daí que, em caso de incumprimento, o financiador poderá recuperar a sua posse e transacioná-lo no mercado. Mas, mais importante: declarada a insolvência do financiado, não faz parte da massa. E é na insolvência que se mede o valor das garantias.

O texto que se segue consiste numa análise do regime do *leasing* financeiro no direito português. Não é substancialmente diverso daquele que se verifica nos restantes países europeus. Tem, no entanto, uma particularidade: em Portugal, o *leasing* é um contrato legalmente típico. O legislador procurou, como forma de incentivar o recurso a esta figura pelas empresas, criar um quadro legal que conferisse segurança aos agentes económicos. Teve um amplo sucesso<sup>7</sup>.

O percurso que iremos percorrer é o seguinte.

Começaremos por uma caracterização inicial do contrato, analisando depois os diversos elementos que compõem a sua estrutura e, por fim, precisaremos as funções desempenhadas.

Numa segunda parte, passamos aos traços mais relevantes da sua disciplina legal. Nesta sede será dada ênfase aos aspetos relacionados com o seu núcleo problemático mais significativo: o regime (parte dele) no caso de incumprimento pelo locatário financeiro e a sua disciplina insolvencial/falencial.

---

<sup>6</sup> Não é o único. As empresas de *leasing* recorrem cumulativamente em regra a outros instrumentos de garantia, onde avulta a celebração de seguros de crédito e mesmo de garantias pessoais (avais, fianças) pelos sócios da sociedade financiada.

<sup>7</sup> A jurisprudência sobre este contrato é amplíssima.



## 1 – Caracterização inicial

O *leasing* financeiro<sup>8</sup>, tal como o *factoring* e tantos outros

---

<sup>8</sup> Sobre esta figura em geral, ver: CAMPOS, Diogo Leite de. *A locação financeira*. Lisboa: Lex, 1994; Idem. Ensaio de análise tipológica do contrato de locação financeira. *Boletim da Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra*, 1987. p. 1, ss.; Idem. Locação financeira (leasing) e locação. *Revista da Ordem dos Advogados*, 2002. p. 761, ss.; CORDEIRO, António Menezes. *Manual de direito bancário*. 4.<sup>a</sup> ed. Coimbra: Almedina, 2012. p. 671, ss.; SILVA, João Calvão da. Locação financeira e garantia bancária. In: *Estudos de direito comercial (pareceres)*. Coimbra: Almedina, 1996. p. 5, ss.; MARTINEZ, Pedro Romano. *Contratos comerciais*. Cascais: Principia, 2001. p. 59, ss.; MARTINEZ, Pedro Romano; PONTE, Pedro Fuzeta da. *Garantias de cumprimento*. 5. ed. Coimbra: Almedina, 2006. p. 249-250; ALMEIDA, Carlos Ferreira de. *Contratos II*. Coimbra: Almedina, 2007. p. 216, ss.; DUARTE, Rui Pinto. *A locação financeira (estudo jurídico do leasing financeiro)*. Editora Danúbio, s/d (com nota prévia de 1983); Idem. O contrato de locação financeira: Uma síntese. *Themis*. Coimbra: Almedina, 2010. p. 135, ss.; SANTOS, Filipe Cassiano dos. *Direito comercial português: dos atos de comércio às empresas: o regime dos contratos e mecanismos comerciais no direito português*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007. v. I, p. 383, ss.; ANTUNES, José Engrácia. *Direito dos contratos comerciais*. Coimbra: Almedina, 2009. p. 515, ss.; MORAIS, Fernando de Gravato. *Manual da locação financeira*. Coimbra: Almedina, 2006. Antes da tipificação legal do contrato, ver: PINTO, Carlos A. Mota. Uma nova modalidade jurídica de financiamento industrial: o Leasing. *Revista de Direito e de Estudos Sociais*, 1965. p. 103, ss.; e ALMEIDA, José Carlos Moitinho de. A Locação financeira (leasing). *Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 231, p. 5, ss. Ver ainda: COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial: Direito da empresa*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. vol. III, p. 146, ss.; GOMES, Orlando. *Contratos*. 26.<sup>a</sup> ed. (atualizada por: ANTONIO JUNQUEIRA DE AZEVEDO e FRANCISCO PAULO DE CRESCENZO MARINO). Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008. p. 571, ss.; WALD, Arnoldo. *Direito civil?: contratos em espécie*, 18. ed. (reformulada com a colaboração de Semy Glanz, Ana Elisabeth Lapa Wanderlei Cavalcanti e Liliana Minardi Paesani). São Paulo: Saraiva, 2009. p. 364, ss.; CLARIZIA, Renato. *I contratti di finanziamento, leasing e factoring*. Turim: Utet, 1989. p. 69, ss.; LUMINOSO, Angelo. I contratti tipici e atipici. In: *Tratatto di diritto privato* (a cura de Giovanni Iudica e Paolo Zatti). Milão: Giuffrè, 1995. p. 359, ss.; BUSSANI, Mauro; CENDON, Paolo. *I contratti nuovi. Leasing, factoring, franchising*. Milão: Giuffrè, 1989. p. 7, ss.; NOVA, Giorgio de. *Il contratto di leasing*. 3.<sup>a</sup> ed. Milão: Giuffrè, 1995; Idem. *Leasing*, Digesto delle discipline privatistiche, sezione civile. p. 462, ss.; STOUFFLET, Christian Galvada/JEAN, *Droit bancaire, institutions - comptes - opérations - services*. 8.<sup>a</sup> ed. Paris: Litec, 2010. p. 477, ss. (locação financeira mobiliária), p. 494, ss. (locação financeira imobiliária); LEGEAIS, Dominique. *Sûretés et garanties du crédit*. 5.<sup>a</sup> ed. Paris: LGDJ, 2006. p. 500, ss.; DUTILLEUL, François; DELEBECQUE, Philippe. *Contrats civils et commerciaux*. 9.<sup>a</sup> ed. Paris: Dalloz, 2011. p. 815, ss.; PERERA,

contratos de grande relevo na atividade comercial, tem a sua fonte na prática financeira dos Estados Unidos, vindo nos anos sessenta do século passado a ser adotado nos diversos países, nomeadamente, os europeus, como contrato atípico.

Em Portugal<sup>9</sup>, onde tem o *nomen iuris* de locação financeira, ele reveste a particularidade de ser, desde muito cedo - remonta a 1979 -, um contrato típico com uma pormenorizada regulamentação legal que, se a princípio era algo restritiva, veio sucessivamente a ser alterada de forma a que hoje pode ser objeto de locação financeira qualquer bem que possa ser objeto de locação.

O legislador português define a locação financeira como aquele contrato pelo qual “uma das partes se obriga, mediante retribuição, a ceder à outra o gozo temporário de uma coisa, móvel ou imóvel, adquirida ou construída por indicação desta, e que o locatário poderá comprar, decorrido o período acordado, por um preço nele determinado ou determinável mediante simples aplicação dos critérios nele fixados.” (art. 1.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6<sup>10</sup>)<sup>11</sup>.

---

Ángel Carrasco; LOBATO, Encarna Cordero; LÓPEZ, Manuel Jesús Marín. *Tratado de los derechos de garantía, tomo II, Garantías mobiliarias*, 2.ª ed. Navarra: Thomson/Arazandi, 2008. p. 531, ss.; LARENZ, Karl; CANARIS, Claus-Wilhelm. *Lehrbuch des Schuldrechts, II Band, Besonderer Teil, 2. Halbband*. Munique: C.H. Beck, 1994, II § 66, p. 99, ss.; AAVV, *Der Leasingvertrag* (herausgegeben von TPAHLEN, Friedrich Graf Von Wes), 6.ª ed. Colónia: Verlag Dr. Otto Schmidt, 2008; STOLTERHOFT, Joachim. *Vollamortisation über Mobilien-Leasing Vollamortisation über Mobilien-Leasing*, in: *Münchener Vertragshandbuch*, Band 2, *Wirtschaftsrecht I*. (herausgegeben von Rolf A. Schütze, Luz Weipert). 6.ª ed. Munique: C. H. Beck, 2009. p. 144, ss.

<sup>9</sup> Estamos a referir-nos só ao *leasing* nacional. O *leasing* internacional não será objeto deste estudo. De todo o modo, nesse quadro refira-se convenção sobre o *leasing* internacional do UNIDROIT (*UNIDROIT Convention on International Financial Leasing*), adotada em Otava a 28 de maio de 1988. Até ao momento teve poucas adesões ou ratificações (destacam-se, no entanto, as da Itália, França, Rússia e Hungria). Sobre esta, ver DAGEFÖRDE, Carsten. *Leasingvertrag*. In: *Internationales Vertragsrecht* (REITHMANN/MARTINY). 7.ª ed. Colónia: Otto Schmidt, 2010. p. 606, ss.. Uma última nota para sublinhar que existe uma lei modelo da UNIDROIT quanto ao *leasing* (*Unidroit model law on leasing*). Disponível em: <[www.unidroit.org/english/modellaws/2008leasing/main.htm](http://www.unidroit.org/english/modellaws/2008leasing/main.htm)>.

<sup>10</sup> Os trabalhos preparatórios deste diploma são da Autoria de CAMPOS, Diogo Leite de. *A locação financeira*. Lisboa: Lex, 1994.

Como deveres principais do locador financeiro, temos, pois, o dever de concluir o contrato de compra e venda ou de empreitada que tenha por objeto a coisa escolhida pelo locatário financeiro, o dever de lhe conceder o gozo dessa mesma coisa para os fins a que se destina e de, se este último assim o entender, lhe vender a coisa, decorrido o prazo contratual (art. 9.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6). O locatário financeiro, da sua parte, deverá pagar as rendas acordadas<sup>12</sup>.

A locação financeira (na sua modalidade “trilateral” que estamos agora a tomar por base) conduz sempre à celebração de um outro contrato entre o locador financeiro e um fornecedor pelo qual o primeiro adquira a coisa cujo gozo está obrigado a ceder ao locatário financeiro.

Por isso, é comum afirmar-se que a operação de locação financeira gera uma relação trilateral, envolvendo as partes do contrato de locação financeira propriamente dito e o fornecedor da coisa a ser adquirida pelo locador financeiro para conceder depois o gozo à outra parte<sup>13</sup>.

Não se trata, no entanto, de um contrato trilateral. O locador financeiro celebra com um fornecedor escolhido pela sua contraparte (no contrato de locação financeira) o contrato de aquisição da coisa (que esta também eleger), em execução do contrato de locação financeira, sendo que é também em cumprimento da obrigação de conceder ao locatário o gozo desse bem que lho entrega.

Todavia, embora o bem locado pertença ao locador (que o adquiriu), o locatário pode exercer relativamente ao empreiteiro ou

---

<sup>11</sup> Este diploma foi alterado pelo Dec.-Lei n.º 265/97, de 2/10, pelo Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11 e pelo Dec.-Lei n.º 30/2008, de 25/2. Em particular o diploma de 2001 introduziu alterações importantes no regime da locação financeira, uma vez que, entre outros aspetos, revogou os artigos 4.º, 5.º, 16.º e 20.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6.

<sup>12</sup> Referimo-nos em texto tão só às obrigações recortadas pelo legislador para definir, fixando a noção, o tipo contratual. Cfr. VARELA, J. Antunes. *Das Obrigações em geral*. 10.ª ed. Coimbra: Almedina. v. I, p. 121-122.

<sup>13</sup> LARENZ, K.; CANARIS, C. W. *Lehrbuch des Schuldrechts, II Band, Besonderer Teil, 2. Halbband*. cit. p. 103.

vendedor “todos os direitos” relativos a esse bem ou decorrentes do contrato de compra e venda ou de empreitada (art. 13.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6), o que significa que se estabelece, neste caso, uma relação direta entre ambos, sem ser por intermédio do locador financeiro.

A operação é, pois, constituída por dois contratos entre os quais se estabelece uma coligação genética, na medida em que a conclusão do contrato de locação financeira determina a celebração do contrato de construção ou de compra do bem, cujo conteúdo prevê. Estes contratos estão coligados a nível fase genético, uma vez que um desencadeia a celebração do outro, e a nível funcional<sup>14</sup>.

Por fim, sempre que o locatário financeiro, decorrido o prazo contratual, opte pela compra do bem, será celebrado um outro contrato de compra e venda, agora entre o locador financeiro e o locatário.

## **2 – A forma. A publicidade**

O contrato de locação financeira que tenha por objetos móveis ou imóveis terá que ser celebrado por documento particular (art. 3.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6)<sup>15</sup>.

Tendo por objeto bens imóveis, as assinaturas das partes devem ser presencialmente reconhecidas, salvo se efetuadas na presença de funcionários dos serviços do registo, aquando da apresentação do pedido de registo (art. 3.º n.º 2 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6<sup>16</sup>). Neste caso, a existência da licença de utilização ou

---

<sup>14</sup> Neste sentido, CAMPOS, D. Leite de. *A locação financeira*. cit. p. 139-141.

<sup>15</sup> Quanto à interpretação corretiva do art. 3.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6, onde se lê simplesmente “podem ser celebrados”, SILVA, J. Calvão da. *Direito bancário*. Coimbra: Almedina, 2001, p. 423 [“é de ler podem, no sentido de poder-dever: podem (devem) ser celebrados por documento particular.”]. O art. 1.º do Dec.-Lei n.º 30/2008, de 25/2, alterou esta disposição sem fazer, quando poderia ter aproveitado o ensejo, a referida correção.

<sup>16</sup> Redação do art. 1.º do Dec.-Lei n.º 30/2008, de 25/2.

de construção do imóvel deve ser certificada pela entidade que efetua o reconhecimento ou verificada pelo funcionário dos serviços de registo (art. 3.º n.º 3 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

A assinatura das partes nos contratos de locação financeira de bens móveis sujeitos a registo deve conter a indicação, feita pelo respetivo signatário, do número, data e entidade emitente do bilhete de identidade ou documento equivalente emitido pela autoridade competente de um dos países da União Europeia ou do passaporte (art. 3.º n.º 4 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

A locação financeira, de bens imóveis ou móveis sujeitos a registo, está sujeita a registo na conservatória competente (art. 3.º n.º 5 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6)<sup>17</sup>.

### **3 – Elementos estruturais**

#### **3.1 – Os sujeitos**

No que toca ao locador financeiro, só podem exercer a “título profissional” (art. 8.º n.º 2 do Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, *brevitatis causa*, a lei bancária) a atividade de locação financeira as instituições de crédito e dentro destas: os bancos [art. 4.º, n.º 1, al. b) da lei bancária], as sociedades de locação financeira (art. 1.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 72/95, de 15/4, com a redação que lhe foi dada pelo Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11) e, mais recentemente, as instituições financeiras de crédito (IFIC)<sup>18</sup>. A contrário, a título não profissional, não há propriamente limitações.

Não há requisitos específicos quanto ao locatário financeiro. Poderá ser uma empresa, um profissional liberal, um ente público ou

---

<sup>17</sup> E art. 2.º, n.º 1, al. l) do Código do Registo Predial para os prédios.

<sup>18</sup> As Caixas Agrícolas, nos termos do art. 36.º-A do Dec.-Lei n.º 24/91, de 11/1, poderão, autorizadas pelo Banco de Portugal, alargar o seu objeto à “locação financeira a favor dos associados para financiamento das atividades referidas no art. 27.º” [art. 36.º-A, n.º 1, al. a)].

mesmo, fruto da evolução do regime, um consumidor. O que implica que, nessa medida, se aplique, verificados todos os seus pressupostos, o Dec.-Lei n.º 133/2009, de 2/6<sup>19</sup>, que regula os contratos de crédito ao consumo.

### 3.2 – O objeto

Inicialmente, a locação financeira tinha um carácter algo restritivo, porque, tendo por objeto coisas móveis, respeitava sempre a bens de equipamento (art. 2.º do Dec.-Lei n.º 171/79, de 6/6), e a locação financeira imobiliária tinha como objeto exclusivo imóveis “afetados ou a afetar ao investimento produtivo, na indústria, na agricultura, no comércio ou em outros sectores de serviços de manifesto interesse económico ou social” (art. 3.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 171/79, de 6/6).

Já no início da última década do século anterior, alargou-se a locação financeira ao campo da habitação, permitindo-se a celebração de contratos desta natureza “destinados a habitação própria do locatário” (art. 1.º do Dec.-Lei n.º 10/91, de 9/1).

Em 1995, foi consagrado um novo regime para a locação financeira (Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6<sup>20</sup>), tendo então o objeto do contrato sido ampliado a “quaisquer bens susceptíveis de serem dados em locação” (art. 2.º n.º 1 Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6)<sup>21</sup>.

De acordo com o objeto, podemos distinguir a locação financeira imobiliária, que tem por objeto imóveis, e a locação financeira mobiliária, cujo objeto são móveis. Dentro desta última, a

---

<sup>19</sup> Consumidor é “a pessoa singular que, nos negócios abrangidos pelo presente decreto-lei [dos contratos de crédito ao consumo], atua com objetivos alheios à sua atividade comercial ou profissional”. [art. 4.º al. b) do Dec.-Lei n.º 133/2009, de 2/6].

<sup>20</sup> Depois alterado, como vimos, pelo Dec.-Lei n.º 265/97, de 2/19, e pelo Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11.

<sup>21</sup> Ver, para esta evolução, CORDEIRO, A. Menezes. *Manual de direito bancário*. cit. p. 675, ss.

mais comum, assumem destaque os automóveis, pela sua frequência, e os aviões, pelo seu valor. Também o estabelecimento comercial, podendo ser objeto de locação (art. 1109.º do Código Civil Português - CCP), pode ser objeto de locação financeira<sup>22</sup>. É igualmente admissível, pelo menos nalguns casos, que sejam objeto de locação financeira obrigações e ações<sup>23</sup>.

### **3.3 – O prazo**

Com a alteração introduzida pelo Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11, os prazos de locação financeira foram muito liberalizados. A lei limita-se agora a estatuir que o prazo mínimo da locação financeira de coisas móveis não deve ultrapassar o que corresponde ao período presumível de utilização económica da coisa (art. 6.º n.º 1 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6) e o contrato não pode ter duração superior a 30 anos, considerando-se reduzido a esse limite quando superior (art. 6.º ns. 1 e 2 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6)<sup>24</sup>.

Se não for fixado prazo (o que será raro), o contrato considera-se celebrado por um prazo de 18 meses ou de 7 anos, consoante se trate de bens móveis ou de bens imóveis (art. 6.º n.º 3 do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

### **3.4 – As rendas**

#### **3.4.1 – A fixação do seu valor**

De acordo com o regime constante do art. 4.º do Dec.-Lei n.º

---

<sup>22</sup> Cfr. ALMEIDA, C. Ferreira de. *Contratos II*. cit. p. 217; D. LEGEAS, *Sûretés et garanties du crédit*. cit. p. 500.

<sup>23</sup> Ver, neste sentido, MORAIS, F. Gravato. *Manual da locação financeira*. cit. p. 31. Quanto à locação financeira de ações, e no sentido da sua admissibilidade, ver ANDRADE, Margarida Costa. *A locação financeira de ações e o direito português*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007. p. 51, ss. e p. 83, ss.

Quanto à locação financeira de um estabelecimento comercial, ver PLASMATI, Massimo. *Il leasing di azienda*, Contratto e Impresa, Padova: Cedam, 2007. p. 576, ss.

<sup>24</sup> Note-se que no regime anterior a locação financeira de móveis não podia ser celebrada por prazo inferior a 18 meses e que o prazo mínimo para a locação financeira de imóveis era de 7 anos.

149/95, de 24/6, as rendas deveriam permitir “dentro do período de vigência do contrato a recuperação de mais de metade do capital correspondente ao valor do bem locado e cobrir todos os encargos e a margem de lucro do locador, correspondendo o valor residual do bem ao montante não recuperado.” (n.º 1 do art. 4.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

Daí que o valor residual devesse corresponder sempre ao valor de aquisição do bem que não tivesse sido recuperado através das rendas. A competência para fixação dos valores mínimos e máximos do valor residual cabia ao Banco de Portugal, “tendo em atenção, designadamente, a evolução da economia portuguesa e do sector da atividade da locação financeira.” (n.º 2 do art. 4.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

A lei estatuiu ainda que, enquanto o Banco de Portugal não fizesse uso dessa competência, o valor residual não poderia ser inferior a 2% do valor locado, e, no que diz respeito aos móveis, não poderia ultrapassar o limite de 25% (ns. 2 e 3 do art. 4.º).

Fixavam-se também regras quanto ao vencimento e ao valor das rendas. Assim, estabelecia-se ainda que a data de vencimento da primeira renda não poderia ultrapassar “o decurso de um ano sobre a data a partir da qual o contrato” produziria efeitos (n.º 4 do art. 4.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6) e que o período entre o vencimento de cada renda não poderia ser superior a um ano (n.º 5 do art. 4.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6). Finalmente, o valor de cada renda não poderia ser “inferior ao valor dos juros correspondentes ao período a que a renda” respeitasse (n.º 6 do art. 4.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

Esta norma (art. 4.º) foi revogada pelo art. 5.º do Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11. A alteração de regime é de facto importante, tendo remetido um conjunto de aspetos relevantes para a autonomia das partes, ou melhor, do locador financeiro.



Parece ser possível retirar as seguintes conclusões.

Em primeiro lugar, o valor residual deixa de ter limites mínimos e máximos, ficando a sua fixação em concreto ao critério das partes. Também já não é necessário que essa quantia corresponda unicamente ao montante do capital não recuperado pelas rendas.

É assim possível que as partes estabeleçam valores residuais bastante elevados mesmo para móveis (onde o valor residual do bem não poderia ser superior a 25%), ou então valores mínimos quase simbólicos de aquisição dos bens (abaixo do limite mínimo de 2%). Se juntarmos a estes elementos aqueles que resultam da alteração do art. 6.º (art. 1.º do Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11), isto é, a eliminação dos prazos mínimos do contrato, vemos que a locação financeira, nalguns casos, se poderá aproximar muito da compra e venda a prestações com reserva de propriedade e da locação-venda, quando o valor residual for quase simbólico.

Por pouco, se poderia pensar que já não seria necessário o estabelecimento de um valor residual. Mas não é assim, uma vez que na noção (art. 1.º) decorre que o locatário, “decorrido o período acordado”, poderá comprar o bem, “por um preço nele determinado ou determinável...”, e constitui uma das obrigações do locador [art. 9.º n.º 1 al. c)] “vender o bem ao locatário, caso este queira, findo o contrato”. O que implica necessariamente um preço, contrapartida da transmissão da propriedade no negócio posterior de venda, que corresponderá ao valor residual.

Por outro lado, se os valores residuais forem muito elevados (agora não há qualquer limite), aproximar-nos-emos de um contrato promessa unilateral com tradição da coisa.

As alterações inseridas neste ponto acabam por alargar os limites da locação financeira que passa a poder desempenhar por vezes funções que são já próximas das de outros contratos.

### **3.4.2 – A sua natureza**

As rendas da locação financeira são compósitas, compreendendo, numa parte, a amortização do capital e, noutra parte,

os juros do crédito concedido (serão também aqui incluídas outras despesas que o locador financeiro tenha tido que efetuar, assim como eventuais comissões administrativas). As primeiras são prestações fracionadas, as segundas são prestações duradouras reiteradas.

As rendas podem ser progressivas, aumentando o seu valor ao longo do tempo; degressivas, diminuindo o montante de cada uma delas com o decurso da relação contratual; ou constantes, em que o seu valor unitário é o mesmo durante o decurso do prazo. Se os juros integrados em cada uma das rendas foram calculados recorrendo a um spread somado a um indexante (p. ex., Libor, Euribor), variando este, varia o montante daquelas.

#### **4 – As funções económicas do contrato**

Tal como a venda com reserva de propriedade e entrega da coisa, o reporte e a locação venda, a locação financeira é, essencialmente (embora não só<sup>25</sup>, nomeadamente propiciar o gozo do bem), em termos funcionais, um negócio de crédito e garantia.

Vejamos com um pouco mais de detalhe.

Como o próprio *nomen iuris* indica, a locação financeira cumpre uma função de financiamento<sup>26</sup>. Com efeito, o papel desempenhado pelo locador - uma instituição de crédito - ao adquirir o bem escolhido pelo locatário para depois lhe conceder o gozo<sup>27</sup> do mesmo, mediante o pagamento de rendas que são calculadas de forma a cobrirem, com o valor residual, o preço de aquisição, os juros e outras despesas, consiste numa forma de financiamento.

---

<sup>25</sup> É sempre necessário ter alguma prudência, dadas as múltiplas configurações que a locação financeira pode ter e que permitem colocar em destaque outras funções que por esta via se podem realizar.

<sup>26</sup> Aqui entendido simplesmente com o sentido de conceder crédito.

<sup>27</sup> Sendo a entrega “instrumental” da concessão do gozo”, e podendo esta ser realizada pelo próprio fornecedor – assim, SILVA, J. Calvão da. *Direito bancário*. cit. p. 424-425.

Ao contrário, porém, das outras modalidades de financiamento que começámos por analisar, como o mútuo, o desconto, a abertura de crédito e o *factoring*, não se atribuem diretamente à empresa meios pecuniários que ela poderá utilizar indistintamente para a sua atividade (e que podem eventualmente ser direcionados a um determinado fim no mútuo de escopo), mas o financiamento dirige-se especificamente a um determinado bem, que ela passa a usar e poderá depois adquirir.

O uso do bem financiado é necessário, tratando-se de uma empresa, para obter os meios pecuniários que permitam pagar as rendas.

Ao mesmo tempo, conforme se disse, como forma de tutela do crédito concedido, o locador financeiro mantém no seu património a propriedade do bem. É o recurso à propriedade como garantia<sup>28</sup>.

Claro está que a eficácia da garantia dependerá muito do próprio valor da coisa (que passa a ser gozada pelo locatário) e sua (eventual)<sup>29</sup> desvalorização. Pelo que os locadores financeiros com grande frequência recorrem também a outras garantias, o que, aliás, o próprio regime do contrato prevê (art. 19.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

Em resumo: não se trata de um simples financiamento, mas de um financiamento dirigido a um bem específico (i) e garantido pela propriedade deste (ii).

---

<sup>28</sup> CAMPOS, D. Leite de *Ensaio de análise tipológica do contrato de locação financeira*. cit. p. 39 e 41; SILVA, J. Calvão da *Locação financeira e garantia bancária*. cit. p. 20, 26 e 28-29; MENEZES, A. CORDEIRO, *Manual de direito bancário*. cit. p. 673; DUARTE, R. Pinto. *Alguns aspetos jurídicos dos contratos não bancários de aquisição e uso de bens*. cit. p. 63. Ver também no sentido do texto quanto à função da locação financeira: LARENZ, K.; CANARIS, C. W. *Lehrbuch des Schuldrechts, II Band, Besonderer Teil, 2. Halbband*, cit., I § 66 p. 101; SCHMIDT, Karsten. *Handelsrecht*. 5.ª ed. Colónia, Berlim, Bona, Munique: Heymanns, 1999, § 35 II. p. 997; DUTILLEUL, F. C.; DELEBECQUE, P. *Contrats civils et commerciaux*. cit. p. 815.

<sup>29</sup> O que depende do próprio bem objeto do contrato. Neste âmbito, tem particular relevo a distinção entre locação financeira mobiliária e imobiliária, porque os imóveis frequentemente não desvalorizam (embora tal possa acontecer especialmente em alturas de fim de especulação imobiliária) e, por vezes, sucede mesmo o contrário.

## **5 – As modalidades**

### **5.1 – A locação financeira “trilateral”**

Consiste na modalidade mais vulgar de locação financeira e a que temos estado a tomar por base na exposição. O locador financeiro não é inicialmente proprietário do bem que é escolhido pelo locatário junto de um terceiro a quem o primeiro, de seguida, o compra (ou com quem celebra um contrato de empreitada), entregando-o depois, no seio da locação financeira, ao locatário para que este o goze.

Por isso, como se disse, se fala numa relação trilateral, com três intervenientes, embora o contrato de locação financeira seja bilateral. Este conduz é a conclusão do contrato de compra ou de empreitada com o terceiro. Na definição não resulta que o contrato de locação financeira tenha que assentar nesta relação trilateral, e que, portanto, o contrato de compra tenha que ser celebrado com terceiro, mas o regime tem claramente em vista, em toda a sua extensão, essa modalidade.

Acrescente-se só que por vezes não haverá uma compra a um terceiro do bem objeto de locação financeira. É o que sucede sempre que o locatário não queira adquirir o bem (ou o locador financeiro resolveu o contrato), e a instituição de crédito celebra com outrem um outro contrato de locação financeira, tendo esse bem por objeto (art. 7.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

### **5.2 – O *sale and lease back***

No *sale and lease back*, o locatário vende ao locador financeiro um bem seu que este de imediato lhe dá em locação financeira<sup>30</sup>. Não há, ao contrário da modalidade anterior, a compra de

---

<sup>30</sup> Sobre esta figura em geral, ver: CAMPOS, D. Leite de. Nota sobre a admissibilidade da locação financeira restitutiva (“lease-back”) no direito português. *Revista da Ordem dos Advogados*, 1982, p. 775, ss.; ALMEIDA, J. C. Moitinho de. *A Locação financeira (leasing)*. cit. p. 9.

um bem a um terceiro, mas sim à contraparte do locador no contrato de locação financeira.

Esta modalidade inclui-se ainda na noção de locação financeira do art. 1.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6, embora nem todo o regime subsequente lhe seja aplicável, sendo necessárias algumas adaptações decorrentes da bilateralidade da operação. Ou seja: as normas do regime da locação financeira que visam regular certos aspetos de uma relação que por ser trilateral é mais complexa não se aplicam aqui<sup>31</sup>. Consiste, desta forma, numa modalidade da locação financeira típica<sup>32</sup>

---

Ver ainda: GOMES, Orlando. *Contratos*. cit. p. 575; WALD, Arnoldo. *Direito civil, contratos em espécie*. cit. p. 368; BUSSANI, Mauro. *Proprietà-garanzia e contratto. Formule e regole nel leasing finanziario*, Università degli studi di Trento. Trento, 1992, p. 161, ss.; NOVA, G. De. *Il contratto di leasing*. cit. p. 65, ss.; A. LUMINOSO, *I contratti tipici e atipici*. cit. p. 420, ss.; NICTOLIS, R. de. *Nuove garanzie personali e reali, Garantievertrag, fideiussione omnibus, lettere di patronage, sale - lease - back*. cit. p. 437; FIORENTINI, Francesca. *Garanzie reali atipiche*. *Rivista di Diritto Civile*, 2000, p. 281, ss.; CLARIZIA, R. *I contratti di finanziamento, leasing e factoring*. cit. p. 185, ss.; FRIGNANI, Aldo. *Il leasing verso una disciplina legislativa complete*. In: *Factoring, leasing, franchising, venture capital, leveraged buy-out, hardship clause, countertrade, cash and carry, merchandising, know-how*. 5.ª ed. Turin: Giappichelli, 1993, p. 137; F. C. DUTILLEUL/P. DELEBECQUE, *Contrats civils et commerciaux*. cit. p. 817; MARTINEK, Michael. *Moderne Vertragstypen. Leasing und Factoring*. Munique: C. H. Beck, 1991. v. I, p. 60, ss.

<sup>31</sup> Como assinala CAMPOS, D. Leite de. [Nota sobre a admissibilidade da locação financeira restitutiva (“lease-back”) no direito português. cit. p. 792]: a “identidade entre as duas figuras é revelada pelo facto de o regime jurídico da locação financeira ser perfeitamente adequado à locação financeira restitutiva. As diferenças, acessórias, traduzem uma benéfica simplificação - contração - do regime da locação financeira.”

<sup>32</sup> Neste sentido: KOCH, Jens; *Münchener Kommentar zum Bürgerlichen Gesetzbuch, Band 3, Schuldrecht. Besonderer Teil I (§§ 433-606), Leasing*. 6.ª ed. Munique: C.H. Beck, 2012. p. 989; LARENZ, K.; CANARIS, C. W. *Lehrbuch des Schuldrechts, II Band, Besonderer Teil, 2. Halbband*. cit. II § 66 p. 103; A. FRIGNANI, *Aggiornamenti in tema di leasing (progetto Unidroit, inapplicabilità dell’ art. 1526, lease-back, patto di riacquisto, offerta al pubblico dei crediti da canoni)*. In: *Factoring, leasing, franchising, venture capital, leveraged buy-out, hardship clause, countertrade, cash and carry, merchandising, know-how*. 5.ª ed. Turin: Giappichelli, 1993. p. 164; NOVA, G. de. *Il contratto di leasing*. cit. p. 65-66. Contra, CLARIZIA, R. *I contratti di finanziamento, leasing e factoring*. cit. p. 184-185.

e não numa modalidade atípica deste contrato, que de qualquer modo nos pareceria também, se fosse o caso, admissível, ao abrigo da liberdade contratual<sup>33</sup>.

Do prisma estrutural, estamos perante dois contratos ligados por forma à obtenção de um determinado resultado. Temos aqui uma coligação externa, uma vez que os contratos são celebrados ao mesmo tempo, uma coligação genética - pela locação financeira, as partes obrigam-se a celebrar a compra e venda, executada ao mesmo tempo - e, principalmente, uma dependência bilateral, no sentido, aqui, de a invalidade de um dos contratos afetar o outro. Este último aspeto é bastante claro no que toca à invalidade do contrato de locação financeira, que atinge a compra e venda do bem.

As funções desempenhadas por esta figura, ainda de uma forma mais acentuada do que na locação financeira em que a coisa é adquirida a um terceiro (aquela que assenta numa relação trilateral), são as de financiamento do vendedor<sup>34</sup>, que se consubstancia no preço acordado para a compra do bem que este último continuará a usar, mas agora como locatário, e de garantia (assente na propriedade) para

---

Que a lei não exige o carácter trilateral da relação, resulta, desde logo, da atribuição ao locador do direito de celebrar um novo contrato de locação financeira, tendo por objeto um bem que um anterior locatário não quis adquirir (art. 7.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6). Neste caso, não há sequer um contrato de compra, como na locação financeira restitutiva, mas tão só um contrato de locação financeira que tem por objeto um bem propriedade da locadora e não adquirido por indicação do locatário.

<sup>33</sup> O Banco de Portugal, pese algumas reticências iniciais, desde 1991, que não levanta qualquer objeção ao *sale and lease back*, segundo informa PIRES, José Maria. *Elucidário de direito bancário*. Coimbra: Coimbra Editora, 2002. p. 680. Quanto à jurisprudência, assume relevância o Acórdão do Tribunal da Relação de Lisboa de 18/03/1999 (disponível em: <www.dgsi.pt.>) onde se pode ler no sumário: “II - A locação financeira não é só a modalidade em que o utente obtém, em locação financeira, um bem móvel ou imóvel adquirido pela sociedade de locação financeira a um terceiro ou mandado construir por ela mesma. III - O bem, móvel ou imóvel, pode ser adquirido pela sociedade de locação financeira ao próprio utente. IV - Esta modalidade, denominada “sale and leaseback” nos países anglo-saxónicos tem grande importância prática”.

<sup>34</sup> MARTINEK, M. *Moderne Vertragstypen: Leasing und Factoring*. cit. v. I, p. 60; A. FRIGNANI, *Il leasing verso una disciplina legislativa completa*. cit. p. 137.

o locador.

Elas têm, no entanto, aqui matizes ligeiramente diferentes das do *leasing* “trilateral”.

No que diz respeito à garantia, observe-se que a garantia conferida pela propriedade será, em regra, mais intensa, uma vez que o valor a pagar pela coisa, no contrato de compra e venda, será inferior ao seu valor de mercado. Essa diferença entre o valor do bem e o montante em dívida (ou, talvez melhor: do montante necessário para, através dele, o locador obter a totalidade do crédito que, sob a forma de preço, prestou à outra parte) consiste na margem de segurança do financiador.

No que toca ao financiamento, há uma distinção marcada da locação financeira “trilateral”. De facto, enquanto nesta se financia a aquisição de um determinado bem, no *sale and lease back* o que está em jogo é simplesmente concessão de crédito garantido pela propriedade (fiduciária) do bem que se transmite, crédito esse que o locatário poderá usar indistintamente no âmbito da sua atividade<sup>35</sup>.

A modalidade de locação financeira em análise aproxima-se, pois, bastante da alienação em garantia (do direito europeu - assente na transmissão integral do direito, limitada só por via obrigacional) de um crédito decorrente de um empréstimo bancário e constitui um negócio fiduciário típico. De facto, estamos perante uma estrutura marcada pela transmissão da propriedade sobre o bem de uma parte à outra (a parte *sale* da operação), estando o exercício do direito transmitido limitado (ou, melhor dizendo, delimitado) obrigacionalmente, e que o adquirente estará vinculado a retransmitir (revender pelo valor residual), se o locatário financeiro assim o quiser escoado o prazo contratual<sup>36</sup>.

---

<sup>35</sup> Sublinhado este aspeto, SANTOS, F. Cassiano dos. *Direito comercial português*. cit. v. I, p. 393.

<sup>36</sup> Ver, desenvolvidamente, para a demonstração do carácter fiduciário da locação financeira restitutiva e das particularidades que reveste, VASCONCELOS, Miguel Pestana de. *A cessão de créditos em garantia e a insolvência. Em particular da posição do cessionário na insolvência do cedente*. Coimbra: Coimbra Editora, 2007. p. 291, ss.

## 6 – Obstáculos à sua admissibilidade. A questão do pacto comissório

Um obstáculo que frequentemente se coloca à admissibilidade desta modalidade de locação financeira diz respeito ao pacto comissório que ela encerraria. Argumenta-se que seria, nessa medida, atingida pela sua proibição<sup>37</sup>.

Em sentido contrário, tem-se afirmado que a proibição do pacto comissório diz respeito à hipoteca, ao penhor e à consignação de rendimentos e que, além do mais, não se verificam, aqui, os pressupostos do art. 694.º do CCP, dado que a transmissão do bem ao locador financeiro se faz previamente com a celebração do contrato e não somente na eventualidade de incumprimento pelo locatário/garante/devedor.

Estes argumentos não nos parecem procedentes. O que esta disposição pretende evitar é um determinado resultado que não se limita às figuras para as quais foi diretamente prevista e que consiste em evitar o prejuízo que o devedor sofreria em resultado do desequilíbrio entre o valor da coisa dada em garantia e a obrigação garantida se se permitisse ao credor ficar com ela sem avaliação ou com uma avaliação realizada por ele próprio<sup>38</sup> no caso de incumprimento da obrigação garantida (e com a sua consequente extinção).

A razão de ser da lei abrange, quer as figuras onde diretamente está prevista, quer outras que possam levar a resultado idêntico. Por outro lado, para este fim, para o resultado que se pretende evitar, a transmissão prévia do bem, ou só aquando do incumprimento, não tem

---

<sup>37</sup> A questão é vivamente discutida em Itália. Cfr. NICTOLIS, R. de. *Nuove garanzie personali e reali, Garantievertrag, fideiussione omnibus, lettere di patronage, sale - lease - back*. cit. p. 490, ss.; NOVA, G. De. *Il contratto di leasing*. cit. p. 66, ss. (com ampla indicação jurisprudencial).

<sup>38</sup> SERRA, A. Vaz. Penhor. *Boletim do Ministério da Justiça*, n.º 58, p. 217; VARELA, J. Antunes. *Das Obrigações em geral*. 7.ª ed. Coimbra: Almedina, 1997. v. II, p. 538 e 555.



relevo. A *ratio* da proibição alcança ambas<sup>39</sup>.

Por isso, deste prisma, não se pode dizer que o âmbito de aplicação da proibição do pacto comissório impeça a sua aplicação analógica a esta modalidade de garantia, o *sale and lease back*.

O ponto central, na nossa perspetiva, é saber se efetivamente esta modalidade de *leasing* conduz a esse resultado que a proibição do pacto comissório pretende evitar. Ora, tal só acontecerá sempre que o locador financeiro possa fazer (definitivamente) sua coisa em caso de incumprimento por parte do locatário financeiro sem uma avaliação ou com uma avaliação por ele realizada.

Já não se verifica quando o bem tenha, nessa altura, que ser avaliado por terceiro independente e um eventual excesso relativamente ao montante indemnizatório deva ser restituído ao locatário. Portanto: a existência destes deveres afasta qualquer pacto comissório e, conseqüentemente, também a invalidade, devido à proibição do dito pacto, do contrato. Atingiríamos desta forma um resultado similar ao do chamado pacto marciano<sup>40</sup>, que é considerado

---

<sup>39</sup> Muito desenvolvidamente sobre a *ratio* e o âmbito de aplicação do pacto comissório, com amplas referências à doutrina e jurisprudência italianas, onde, como se disse, esta questão tem sido especialmente discutida, ver VASCONCELOS, M. Pestana de. *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*: Em particular da posição do cessionário na insolvência do cedente. cit. p. 624, ss.

<sup>40</sup> O pacto marciano consistirá numa convenção pela qual, em caso de incumprimento por parte do devedor, se transmite a propriedade da coisa objeto da garantia ao credor, que é obrigado a entregar ao devedor a diferença entre a dívida e o valor deste, valor esse fixado depois do inadimplemento por um terceiro independente (o que será dispensável se o bem tiver um valor de mercado). Sobre esta figura, ver: GOMES, M. Januário da Costa. *Assunção fidejussória de dívida*: Sobre o sentido e o âmbito da vinculação como fiador. Coimbra: Almedina, 2000. p. 95; BIANCA, C. Massimo. *Il divieto del patto commissorio*. Milão: Giuffrè, 1957. p. 202-203 e p. 218, ss.; MAURO BUSSANI, Il sistema italiano delle garanzie reali, *Contratto e Impresa*, I. Padova: Cedam, 1997, p. 188; ROCCO, Federica. *Contratto di sale and lease back e divieto di patto commissorio*: l'orientamento della suprema corte, *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obligazioni*, II, Padova: Piccin, 1997, p. 161. A lei consagrou recentemente no âmbito do penhor financeiro (Dec.-Lei n.º 105/2004, de 8/5, que é uma modalidade de contrato de garantia financeira) um caso de pacto marciano embora o legislador tenha proclamado, mal, no preâmbulo do diploma, que se trata de um caso lícito de pacto comissório.

lícito.

Este aspeto requer, uma vez que é central para a licitude da figura, uma explicação e um desenvolvimento suplementar.

Quando o bem tenha um valor de mercado superior ao prejuízo que o locador financeiro sofre pelo incumprimento do contrato, mesmo não tendo as partes pactuado os referidos deveres, não parece que o remédio da nulidade seja adequado, nem que corresponda efetivamente à correta análise do conteúdo da posição de cada uma das partes no *sale and lease back*.

Conforme foi referido, o contrato em questão é um verdadeiro negócio fiduciário típico. Ora, este ponto é central para a correta compreensão da figura.

A transmissão da propriedade do bem ao locador (através da compra) visa meramente à constituição de uma garantia (particularmente sólida) do montante que entregou ao comprador/locatário financeiro como preço de venda. Esse valor será recuperado pelo locador financeiro, juntamente com os juros, através do pagamento das rendas e, finalmente, do valor residual.

O cumprimento das obrigações decorrentes do contrato de locação financeira, mais o pagamento do valor residual, leva à reacquirição do bem pelo locatário, o que será comum nesta particular modalidade de locação financeira (o bem já era do locatário, que pretenderá, em regra, readquirir a propriedade do mesmo).

Há um particular “investimento de confiança”<sup>41</sup> traduzido na transmissão, através de uma venda, de um bem que efetivamente é a garantia de uma obrigação pecuniária de capital, mais os juros, a serem pagos sob a forma de rendas (a que acresce o valor residual), que se pretenderá readquirir. A própria idoneidade e capacidade patrimonial do locador financeiro (sociedade de locação financeira, banco, IFIC) justificam esse elevado nível de confiança que leva à celebração deste contrato.

---

<sup>41</sup> Ver, sobre a tutela da confiança, CORDEIRO, António Menezes. *Tratado de direito civil português*: parte geral. 3.<sup>a</sup> ed. Coimbra: Almedina, 2005. v. I, t. I, p. 409, ss.

Nessa medida, a boa-fé desempenha um papel central na conformação da relação jurídica emergente do contrato de locação financeira restitutiva. Daí podermos afirmar a existência de um dever lateral do locador financeiro de, após a resolução do contrato, vender o bem (ou ficar com ele, mas fazendo-o avaliar por um terceiro independente, se este não tiver um valor de mercado). Se após tal operação ficar numa situação mais favorável do que aquela em que ele estaria se o contrato tivesse sido integralmente cumprido, surgirá ainda um dever lateral de restituição dessa diferença.

Acrescente-se só, para finalizar, que estes deveres podem também ser afirmados mesmo por via da integração (art. 239.º do CCP)<sup>42</sup>.

Uma aplicação apressada da proibição do pacto comissório a esta figura, sem se ter em conta o conteúdo da relação fiduciária que se estabelece entre as partes e o papel que a boa-fé, nesse âmbito, e mesmo depois da extinção desse negócio jurídico, desempenha, prejudicaria fortemente os interesses da economia em geral e dos comerciantes em particular.

Com efeito, dessa forma acabaria por se inviabilizar a locação financeira restitutiva que se trata de um instrumento privilegiado de concessão de crédito, meio essencial para o desenvolvimento das empresas, com os prejuízos económicos daí decorrentes.

Por outro lado, desconhecer-se-iam os interesses das partes que aqui estão em jogo, quer os da instituição de crédito em conceder o crédito em condições de segurança de obter a sua restituição, quer os do dono do bem de o mobilizar para obter crédito em condições mais favoráveis (p. ex., de taxas de juro), exatamente pela solidez e carácter expedito do mecanismo contratual a que se recorre.

Por isso, só quando decorrer da interpretação do contrato que as partes quiseram mesmo que, no caso de incumprimento do locatário financeiro/fiduciante, o locador financeiro/fiduciário ficasse com o

---

<sup>42</sup> Quanto ao critério consagrado no art. 239.º do CCP, ver MONTEIRO, António Pinto. *Erro e vinculação negocial*. Coimbra: Almedina, 2002. p. 43.

bem (de valor superior), sem ter que o alienar a terceiro ou o fazer avaliar por um ente independente, assim como de restituir o excedente, estaremos perante um pacto comissório, atingido pela proibição, sendo o contrato, desta forma, nulo.

## **7 – As posições jurídicas das partes em geral**

### **7.1 – A posição jurídica do locador financeiro**

O locador financeiro obriga-se comprar ou mandar construir o bem escolhido pela outra parte, assim como a conceder-lhe o gozo para os fins a que se destina. Decorrido o prazo contratual, se esta última exercer o seu direito de compra, o primeiro terá que lho vender pelo valor previamente acordado [art. 9.º, n.º 1, als. a), b) e c) do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6]. São as obrigações principais, caraterizantes do contrato.

Por outro lado, a instituição de crédito tem o direito de defender a integridade do bem nos termos gerais de direito [art. 9.º, n.º 2, al. a) do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6], bem como de o examinar, sem prejuízo da atividade normal do locatário [art. 9.º, n.º 2, al. b) do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6] e de fazer suas, sem compensações, as peças ou outros elementos acessórios incorporados no bem pela sua contraparte negocial.

A lei remete depois, de forma residual, para os direitos e deveres gerais previstos no regime da locação que não se mostrem incompatíveis com o regime decorrente da disciplina prevista nesse diploma [art. 9.º, n.º 2, do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6]. Sendo a propriedade do bem simplesmente instrumental, cabendo o seu gozo à outra parte, a lei conforma a posição do locador de forma afastar da sua esfera quaisquer riscos decorrentes da perda ou deterioração daquele, ou outras despesas relativas à sua manutenção e funcionamento.

Por isso, o locador financeiro não responde pelos vícios da

coisa ou pela sua inadequação face aos fins do contrato, exceto no que toca aos casos previstos no art. 1034.º do CCP (ilegitimidade do locador ou deficiência do seu direito - art. 12.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6); o risco de deterioração ou perda da coisa corre por conta do locatário (e não do proprietário/locador - art. 15.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6); as despesas de transporte e seu seguro, de montagem, instalação, conservação e reparação do bem locado [arts. 14.º e 10.º, n.º 1, als. e) e f) do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6], assim como “as despesas necessárias para a sua devolução ao locador, incluindo as relativas aos seguros, se indispensáveis, ficam a cargo do locatário” (art. 14.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

## **7.2 – A posição jurídica do locatário financeiro**

O locatário financeiro tem, dentre outros, o dever de pagar as rendas [al. a) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6], de facultar ao locador o exame do bem [al. c) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6], de não o aplicar a fim diverso daquele a que ele se destina ou movê-lo para local diferente do contratualmente previsto, salvo autorização do locador [al. d) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6], de o conservar e não fazer dele uma utilização imprudente [al. e) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6], de o reparar [al. f) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6], de avisar o locador sempre que tenha conhecimento de vícios no bem ou saiba que o ameaça algum perigo ou que terceiros se arrogam direitos em relação a ele desde que esse facto seja ignorado pelo locador [al. i) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6] e restituí-lo em bom estado (salvo as deteriorações inerentes a uma utilização normal), findo o contrato, se não optar pela sua compra [al. k) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6].

Terá, também, de efetuar o seguro do bem contra o risco da sua perda, deterioração e dos danos por ele provocados [al. j) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6]; não proporcionar a

outrem o gozo total ou parcial do bem por meio da cessão onerosa ou gratuita da sua posição jurídica, sublocação ou comodato, excepto se a lei o permitir ou o locador a autorizar [al. h) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6]; comunicar ao locador, dentro de 15 dias, a cedência do gozo do bem, quando permitida ou autorizada [al. h) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6], e avisar imediatamente o locador, sempre que tenha conhecimento de vícios no bem ou saiba que o ameaça algum perigo ou que terceiros se arrogam direitos em relação a ele, desde que o facto seja ignorado pelo locador [al. i) do n.º 1 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6].

No que diz respeito à parte ativa da sua posição, o locatário, para além, evidentemente, do direito de comprar o bem decorrido o prazo previsto no contrato pelo valor residual, tem ainda direito a usar e fruir o bem locado, de defender a integridade deste e o seu gozo nos termos do seu direito, de usar das ações possessórias, “mesmo contra o locador, e de onerar total ou parcialmente, o seu direito, mediante autorização expressa do locador [respetivamente, alíneas e), a), b), c) e d) do n.º 2 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6].

Se o bem objeto do contrato for uma fração autónoma, o locatário pode exercer os direitos próprios do locador, com exceção dos que, pela sua natureza, somente por aquele possam ser exercidos [al. f) do n.º 2 do art. 10.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6].

A lei remete, por fim, usando a mesma técnica a que recorre na definição da posição do locatário, para os direitos e deveres gerais previstos no regime da locação que não se mostrem incompatíveis com o regime específico da locação financeira (art. 10.º n.º 2 do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6).

O locatário financeiro não tem qualquer relação contratual com o vendedor ou empreiteiro. Comprador ou dono da obra é o locador. Nessa medida, só ele poderia exercer face perante o vendedor ou empreiteiro os direitos emergentes do contrato, a não ser que conferisse por via negocial poderes ao locatário para o efeito.

Tendo bem presente o facto de a titularidade do locador ter simplesmente uma função de garantia, sendo a compra (ou

empregada) necessária para se obter esse resultado, a lei permite expressamente (art. 13.º do Dec.-Lei n.º 149/95 de 24/6) ao locatário exercer contra o vendedor (ou o empreiteiro) todos os direitos relativos ao bem locado ou resultantes do contrato de compra e venda ou de empreitada.

Note-se: relativamente a um contrato em que ele não foi parte e dizendo respeito a um bem de que ele não é dono, sem que por via negocial lhe tenham sido conferidos esses poderes.

## **8 – A cessação do contrato em geral**

Decorrido o prazo acordado, o locatário poderá comprar o bem, propor a prorrogação do prazo, propor a celebração de um contrato de locação (simples) ou, simplesmente, entregá-lo ao locador financeiro.

Por sua vez, este, cessado contrato (tanto pelo decurso do prazo sem exercício do direito de compra, como pela sua resolução), poderá dá-lo em *leasing* a um terceiro, prorrogar o prazo contratual com o mesmo locatário financeiro, dá-lo em locação, a este ou a terceiro, ou, o que será mais comum, transacioná-lo no mercado (art. 7.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

A posterior venda ou exploração económica do bem é instrumental à recuperação da quantia que o locador despendeu ao comprar o bem escolhido pelo locatário. Dada a necessidade, imposta pela disciplina legal (que não admite o *full-pay-out-leasing*), de se fixar um valor residual, em montante maior ou menor, nunca as rendas permitem a amortizar completamente o financiamento concedido (preço de compra do bem). Daí que, não sendo este recebido através do preço da sua alienação ao locatário, o locador recorra à venda a terceiro ou à exploração económica do bem para esse efeito.

## **9 – A resolução do contrato pelo locador financeiro**

Nos termos do art. 17.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6, o contrato de *leasing* pode ser resolvido por qualquer das partes, nos termos gerais, com fundamento no incumprimento das obrigações da outra parte, não sendo aplicáveis as normas especiais, constantes de lei civil, relativas à locação.

Consagram-se de seguida dois fundamentos específicos para a resolução do contrato: a dissolução ou liquidação da sociedade locatária ou a verificação de qualquer dos fundamentos de declaração de falência do locatário [respetivamente, als. a) e b) do art. 18.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6].

Começamos por estes, passando de seguida para o regime geral da resolução por incumprimento do locatário.

### **9.1 – A insolvência/falência do locatário financeiro**

Não há aqui quaisquer dúvidas que antes de ser declarada a insolvência, o locador financeiro pode, com esse fundamento, resolver o contrato. A dúvida prende-se com a existência desse direito depois de declarada a insolvência.

Sustentamos uma interpretação restritiva da norma.

Com efeito, depois de declarada a insolvência, o destino do contrato fica integralmente nas mãos do administrador, que escolherá o cumprimento ou sua recusa de acordo com os interesses da massa. A interferência no negócio por parte do locador através da resolução poderia prejudicar a massa, estando assim afastada.

### **9.2 – O incumprimento por parte do locatário financeiro do dever de pagar a renda**

Se o locatário deixar de cumprir as suas obrigações, em particular se deixar de pagar as rendas, verificados os pressupostos legais, o locador poderá em princípio, nos termos gerais, exigir o



cumprimento imediato das rendas vincendas (ou melhor: parte delas, excluindo os juros que as compõem) e, face ao não cumprimento, recorrer à interpelação cominatória e resolver o contrato, exigindo, de imediato, a restituição do bem ao devedor inadimplente.

Pode ainda, de imediato (já se verá em que termos), face ao não cumprimento, recorrer à interpelação cominatória e resolver o contrato. Na fixação da indemnização, terá que se ter em linha de conta o valor do bem que o locador, depois, transacionará.

Dentro deste quadro, que resulta simplesmente da aplicação das regras gerais relativas ao não cumprimento das obrigações pecuniárias, colocam-se diversas questões resultantes das particularidades da locação financeira, conduzindo-nos a resultados mais diferenciados, e mais complexos, dos que acabaram de ser apresentados. É o que passamos a ver.

No âmbito da disciplina anterior às alterações introduzidas em 2001 (Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11), havia uma dupla proteção do locatário no caso de não pagamento de uma prestação de renda (art. 16.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6). Por um lado, era necessário que a mora se estendesse por um período superior a 60 dias para o locador poder resolver o contrato (sem prejuízo de convenção em contrário, mas a favor do locatário - n.º 1 do art. do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6); por outro, o locatário poderia precluir o direito do locador à resolução, se pagasse o montante em dívida acrescido de 50%, dentro do prazo de 8 dias contados da data em que tivesse sido notificado pelo locador da resolução do contrato (n.º 2 do art. 16.º do Dec.-Lei n.º 149/95, de 24/6).

Como se disse, essa norma foi revogada pelo Dec.-Lei n.º 285/2001, de 3/11.

Foi uma alteração censurável. Face às defesas de que se dotam as locadoras-financeiras no contrato, e à diferença de poder económico entre elas e as suas contrapartes, retirar esta proteção, mínima, do locatário não faz qualquer sentido.

De todo o modo, não nos parece, ainda assim, que, hoje, se possa afirmar que o simples incumprimento de uma renda permita o

recurso de imediato à interpelação cominatória seguida da resolução do contrato.

Na verdade, cremos que, por força do disposto no art. 936.º n.º 1 CCP, será aplicável aqui, pelo menos a grande parte dos contratos de locação financeira (aqueles que temos em vista, e que podemos designar por locação financeira dirigida à aquisição do bem, sendo aqui particularmente relevante a diferença entre o valor venal do bem e o valor residual - mais baixo - aquando do decurso do prazo contratual), o disposto no art. 934.º CCP para a venda a prestações com reserva de propriedade, feita a entrega da coisa ao comprador.

Dispõe essa norma que a falta de pagamento de uma só prestação, que não exceda a oitava parte do preço, não dará lugar à resolução do contrato<sup>43</sup>, sem que se possa estabelecer convenção em contrário<sup>44</sup>. Pelo que o não pagamento de uma única renda que não exceda a oitava parte do preço, calculado este pela soma das rendas e do valor residual, não constitui fundamento para resolver o contrato.

As razões que nos levam a sustentar essa solução são as seguintes.

O art. 936.º n.º 1 CCP estende o regime protetor estabelecido para a venda a prestações (artigos 934.º e 935.º CCP) “a todos os contratos pelos quais se pretenda obter um resultado equivalente”. Descontadas as diferenças de ordem estrutural e de regime<sup>45</sup>, que em todo o caso estão hoje mais esbatidas (não existem já prazos mínimos para a locação financeira, nem limites mínimos para o valor residual, entre outras), do ponto de vista da finalidade visada, do resultado pretendido - e é esse o critério da lei -, as similitudes são evidentes.

---

<sup>43</sup> Nem leva à perda do benefício do prazo – mas só da parte das rendas vincendas que diga respeito à amortização do bem.

<sup>44</sup> Neste sentido, entre nós, já CAMPOS, D. Leite de. *A locação financeira*. cit. p. 151. Contra, VAZ, Teresa Anselmo. *Alguns aspetos do contrato de compra e venda a prestações e contratos análogos*. Coimbra: Almedina, 1995. p. 89, ss.; MORAIS, F. Gravato. *Manual da locação financeira*. cit. p. 91; Idem. *Contratos de crédito ao consumo*. Coimbra: Almedina, 2007. p. 206.

<sup>45</sup> Sobre este ponto, desenvolvidamente, ver CAMPOS, D. Leite de. *A locação financeira*. cit. p. 130-133.

Em ambos os casos, trata-se de um contrato por via do qual se concede crédito à outra parte, concedendo-lhe o gozo de um bem (mas, em ambos os casos, não se assegura), que ela irá adquirir (ou pode fazê-lo) decorrido o prazo fixado, e em que o creditante recorre à propriedade do bem, mantida na sua esfera, como garantia (a comparação, como se vê, é realizada com a venda a prestações com reserva de propriedade e entrega da coisa - que é o caso mais relevante e aquele previsto na primeira parte do art. 934.º CCP).

As rendas da locação financeira são calculadas, como já se referiu, atendendo a duas parcelas, a amortização do valor do bem mais os juros (a que acresce o valor residual); o mesmo se passa normalmente com as prestações da venda com reserva de propriedade (em que a dilação no pagamento do preço, que é realizado a prestações, consiste na concessão de crédito, denominado “crédito comercial”). Poderá ser incluída, em ambos os tipos de prestações, uma comissão de administração.

É um facto que na compra e venda com reserva de propriedade a prestações se verifica uma aquisição automática do bem com o pagamento da última prestação, o que não acontece com a locação financeira, onde será necessário pagar ainda o valor residual. No entanto, a verdade é que este pode ser bastante reduzido (hoje em dia, mesmo, quase simbólico), ou no valor aproximado de uma renda. Por outro lado, nada implica que as prestações na venda com reserva de propriedade tenham necessariamente que ter valores iguais, podendo ser crescentes ou decrescentes. Tudo depende do convencionado pelas partes.

Acresce ainda que, na modalidade de locação financeira que temos em vista, a aquisição do bem por parte do locatário financeiro decorrido o prazo contratual será, na prática, imposta por razões de natureza económica ligadas à diferença de valores entre o valor residual do bem e o seu valor venal (descontando já o facto de o locatário financeiro ter recorrido a esta estrutura negocial, exatamente como uma via para o adquirir).

Ainda se poderia obstar à solução proposta naqueles contratos

de locação financeira em que o prazo contratual quase coincide com a vida económica da coisa. Contudo, se se vir bem, embora não seja o mais comum, na própria venda a prestações com reserva de propriedade e entrega da coisa, de forma paralela, o prazo do contrato quase poderá coincidir com esse período (ou aproximar-se bastante dele), sendo as prestações calculadas para amortizarem, de uma forma mais suave do que se a aquisição fosse mais rápida, todo o bem (juntamente com os juros relativos a esse período de tempo) ao longo de grande parte do seu período de vida económica útil, dependendo daquilo que as partes convencionarem.

Seria, talvez, possível contrapor que na locação financeira o bem terá que ser adquirido a terceiro (ou ao próprio locatário na locação financeira restitutiva), enquanto tal não se passaria na venda com reserva de propriedade a prestações com entrega da coisa. Todavia, nada obsta a que este último contrato se articule com uma compra prévia e, nalguns casos, nos termos do art. 7.º de Dec.-Lei n.º 149/95, 24/6, a locação financeira pode ter por objeto um bem que já pertença ao locador financeiro.

Consequentemente, do ponto de vista do resultado (e é esse o critério do art. 936.º n.º 1 CCP), estamos face na concessão de crédito através de um instrumento contratual que permite ao creditado de imediato o gozo dessa coisa que vai pagando (assim como o custo do crédito concedido), no todo ou em parte, através das prestações ou rendas, e adquirirá, ou poderá adquirir, decorrido o prazo estabelecido, mantendo o creditante a propriedade da coisa (que comprou, ou não, para esse efeito) com função de garantia, há uma similitude evidente entre ambos os contratos, justificando-se assim a aplicação da referida norma, por força do art. 936.º n.º 1 do CCP.

O que significa que o não cumprimento de uma só renda que não exceda em 1/8 o valor do preço (e aqui teria que se considerar não o valor global das rendas, mas o valor global das rendas somado ao valor residual), ou mais do que uma renda, permite, desde que se preencham também os requisitos gerais, transformar a mora em incumprimento definitivo e resolver o contrato.

### **9.3 – Os efeitos da resolução do contrato sobre as rendas pagas**

Tendo exposto anteriormente qual é a estrutura das rendas, não nos oferece dúvidas (e este aspeto é importante para resolver também outros problemas de regime da locação financeira, como veremos) que, em princípio (a diversa configuração que os contratos de locação financeira podem revestir leva-nos aqui a ter cautelas), a resolução implicará a restituição do montante das rendas que constituem a sua amortização. Se assim não fosse, resolvido o contrato, o locador financeiro poderia manter o que já havia recebido como amortização do bem e obteria, ao mesmo tempo, a restituição do próprio bem.

Com os juros incluídos nas rendas o caso é diferente. Eles consistem na remuneração do capital cedido (por via deste mecanismo contratual) durante esse período de tempo, pelo que não têm que ser restituídos.

Poderia argumentar-se, por fim, que o bem, entretanto, se depreciou (o bem quase sempre se terá depreciado alguma coisa, embora esse valor dependa muito da natureza dos bens que, por vezes, tratando-se de imóveis, se podem mesmo ter valorizado). Nesses casos, o valor da propriedade como garantia diminui. O montante indemnizatório será maior.

Ainda assim, a posição do locador não estará desprotegida, porque sendo ao mesmo tempo credor da outra parte pela indemnização e devedor do locatário da parte de amortização do bem das rendas recebidas, poderá recorrer à compensação, como meio de extinção da sua dívida e de defesa.

A solução é a mesma, com as devidas adaptações, segundo nos parece, para a venda a prestações com reserva de propriedade e entrega da coisa e para a locação-venda (onde é mesmo imperativamente imposta pela lei, como atrás vimos).

Acrescente-se só, por fim, que, em certos casos (raros), tratando-se de bens cuja vida económica útil coincida com o período de duração do contrato (portanto, atendendo ao critério do fim visado pelas partes será já uma outra modalidade de locação financeira), a

solução poderá ser diversa. Com efeito, nessas hipóteses, o fundamento acima apresentado, e que constitui a base da solução apresentada, não se verifica, uma vez que o valor económico do bem é “consumido” (na expressão de A. Luminoso<sup>46</sup>) ao longo do tempo, de tal forma que, aquando da resolução do contrato, o valor pago (como amortização) através das rendas corresponde ao montante pelo qual o bem se deprecia.

A questão não tem, no entanto, uma importância prática por aí além, uma vez que, conforme foi visto, mesmo que se sustente, nestes casos em que o locador resolve o contrato, a restituição das rendas, este último adquire um crédito indemnizatório face ao locatário inadimplente (e para se fixar este montante terá que se ter em conta essa mesma perda de valor), podendo recorrer à compensação.

## 10 – O regime executivo

O locador financeiro está sempre protegido dos outros credores do locatário, uma vez que o bem, pertencendo àquele, não poderá ser penhorado em ação interposta por estes. Nesse caso, o proprietário poderá reagir por meio dos embargos de terceiro (art. 351.º n.º 1 do Código de Processo Civil)<sup>47</sup>.

Na verdade, os credores do locatário financeiro podem meramente penhorar a expectativa jurídica à aquisição do direito de adquirir o bem e não à aquisição do próprio bem. É esta expectativa que pode ser penhorada e que, se o locatário cumprir integralmente as suas prestações, dará lugar ao direito à aquisição do bem sobre que recairá depois a penhora.

A hipótese inversa é a da penhora em ação interposta por parte dos credores do locador financeiro do bem que integra o seu

---

<sup>46</sup> LUMINOSO, A. *I contratti tipici e atipici*. cit. p. 388.

<sup>47</sup> Cfr. SOUSA, Miguel Teixeira de. *Ação executiva singular*. Lisboa: Lex, 1998. p. 308.

património. Poderá o locatário financeiro defender-se através de embargos de terceiro? A resposta afirmativa é dada por Teixeira de Sousa, entendendo que o locatário-financeiro pode deduzir embargos de terceiro, “com base na sua expectativa jurídica”<sup>48</sup>. Trata-se, no entanto, de um ponto duvidoso e controverso<sup>49</sup>, até porque a posição do locatário financeiro é diferente da do comprador com reserva de propriedade. Este último é titular de uma expectativa real de aquisição da coisa oponível a terceiros, o que não sucede com o locatário financeiro. Não é possível equiparar as duas posições<sup>50</sup>.

## **11 – O regime insolvential/falencial**

### **11.1 – A insolvência/falência do locador financeiro**

Na eventualidade de declaração de insolvência do locador financeiro, o regime é idêntico ao da venda com reserva de propriedade e da locação venda, podendo desta forma o locatário, caso já lhe tenha sido entregue a coisa, exigir o cumprimento do contrato, onde se inclui o direito de adquirir o bem (e o dever do locador lho vender) decorrido o prazo contratual (art. 104.º n.º 1 do Código da Insolvência e da Recuperação de Empresas - CIRE).

Protege-se, desta forma, em sede insolvential/falencial a sua expectativa de aquisição, por compra, do bem, decorrido o prazo contratual. Com efeito, o administrador, ao contrário do que sucede para a generalidade dos contratos em curso (art. 102.º CIRE)<sup>51</sup>, não

---

<sup>48</sup> SOUSA, Miguel Teixeira de. *Ação executiva singular*. cit. p. 309.

<sup>49</sup> No sentido negativo, MARQUES, J. P. Remédio. *Curso de processo executivo comum à face do Código revisto*. Coimbra: Almedina, 2000. p. 331.

<sup>50</sup> Estamos a analisar em texto a locação financeira “trilateral”; o *sale and lease back* tem, neste âmbito, um regime diverso.

<sup>51</sup> Sobre esta disposição, ver, desenvolvidamente, VASCONCELOS, M. Pestana de. O novo regime insolvential da compra e venda. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Porto*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, III, p. 521, ss.

pode, se o locatário financeiro exercer este direito, optar pelo cumprimento ou recusa de cumprimento do contrato, consoante o que seja mais favorável para a massa.

## **11.2 – A insolvência/falência do locatário financeiro**

Se for declarada a insolvência do locatário que se encontre na posse da coisa, o contrato mantém-se e caberá ao administrador optar entre o seu cumprimento e a recusa do cumprimento (art. 104.º n.º 3 e n.º 5 CIRE). O prazo razoável que a outra parte pode fixar ao administrador, nos termos gerais, para que este exerça a sua opção (art. 102.º n.º 2 CIRE), não poderá esgotar-se antes de decorridos cinco dias sobre a data da assembleia de aprovação do relatório (art. 104.º n.º 3 CIRE).

Também relativamente a estes bens, será necessário esperar pela deliberação por parte da referida assembleia quanto ao encerramento ou manutenção em atividade do estabelecimento ou estabelecimentos compreendidos na massa insolvente de que o bem objeto de locação financeira faça parte, para que o administrador, tendo a massa meios para o efeito, possa optar, de forma avisada, pela execução.

Se optar pelo cumprimento, as rendas tornam-se dívidas da massa [art. 51.º, n.º 1, al. f) CIRE]. Decorrido o prazo contratual, o administrador poderá ou não exercer o direito de compra do bem, mediante o pagamento do valor residual. Note-se que, se o administrador não cumprir as rendas, como o contrato se mantém, o locador financeiro poderá resolver o contrato, exigindo a restituição da coisa.

O administrador poderá ainda optar pela recusa do cumprimento. Nessa eventualidade, o locador financeiro vê a sua posição conformada pelo disposto no art. 104.º n.º 5 e no art. 102.º n.º 3 CIRE. Daqui resulta que não haverá lugar à restituição das rendas já pagas [art. 102.º, n.º 3, al. a) CIRE], adquirindo este último, para além do direito à restituição do bem, o (eventual) crédito decorrente do art. 102.º, n.º 3, al. c) (segundo o critério do art. 104.º n.º 5 CIRE), e,



também, eventualmente, o direito a ser indenizado – art. 102.º, n.º 3, al. d) CIRE –, como créditos sobre a insolvência [art. 104.º n.º 5 e 102.º, n.º 3, al. d) (iii) CIRE]<sup>52</sup>.

Dependendo do montante de rendas já pagas (que retém) e do valor do bem na data da recusa de cumprimento (ambas necessárias para se determinar o montante indemnizatório), o locador encontra-se, em regra, numa posição confortável, sendo, também em regra, reduzido o crédito indemnizatório (que é um crédito comum, sujeito a rateio).

Apesar de tudo, é possível que o valor do bem não seja suficiente (e não obstante, neste caso, não haver lugar à restituição das rendas já pagas) para permitir a eliminação do montante indemnizatório, nos termos acima referidos.

Por essa razão, o recurso ao direito de propriedade com função de garantia na locação financeira “trilateral”, embora confira uma proteção particularmente sólida, uma vez que o credor é o proprietário do bem, será, por vezes, insuficiente (e muito dependente da maior ou menor depreciação do bem<sup>53</sup>) e, nessa medida, se diz que constitui um meio de tutela incompleta.

No entanto, se estivermos face a um *sale and lease back*, dada a normal superioridade, por razões de segurança do locador financeiro do bem face ao montante em dívida (incluindo aqui o valor residual, que não é, na verdade, o montante em dívida, mas que é necessário para que o locador financeiro possa reaver a quantia que entregou como preço de compra ao locatário, e que consiste no crédito), a tutela do locador financeiro será já completa.

Mas mais: se o administrador optar pela recusa do cumprimento, a outra parte não terá qualquer direito a ser indenizada, de acordo com o critério fixado no art. 102.º, n.º 3, al. d) CIRE, porque, nestes casos, em resultado, quer da não restituição das rendas já pagas, quer

---

<sup>52</sup> A solução legal é idêntica à da venda a prestações com reserva de propriedade.

<sup>53</sup> Nessa medida, se pode dizer que ela é menos sólida, se se tratar de bens sujeitos a uma rápida depreciação, mas será mais robusta, se os bens tiverem um valor de mercado estável, como acontece com os imóveis.

do valor de mercado do bem nesse momento, a comparação das situações patrimoniais revelará mesmo uma vantagem para o credor/locador financeiro<sup>54</sup>.

Sobre o locador financeiro, como fiduciário, recai o dever de vender o bem ou fazê-lo avaliar (sempre que necessário) por um terceiro independente – sendo qualquer um destes procedimentos necessário para se determinar a situação patrimonial em que o locatário financeiro fica em resultado da recusa de cumprimento pelo administrador –, devendo ainda restituir à outra parte, aqui ao administrador, o valor remanescente.

Trata-se de um dever integrado na relação de liquidação desencadeada pela recusa de cumprimento pelo administrador que, para além do conteúdo que resulta diretamente do CIRE, é composta, igualmente, tendo em vista a natureza fiduciária do contrato, mesmo no âmbito insolvencial, por este dever de restituição do montante positivo que decorra da diferença entre a situação em que o locador financeiro/fiduciário se encontra e a situação em que estaria se não se tivesse verificado recusa de cumprimento (o contrato tivesse sido cumprido)<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Não adquirirá o locador qualquer crédito decorrente da al. c) do n.º 3 do art. 102.º, de acordo com o critério fixado no art. 104.º n.º 5 CIRE, porque, nestes casos, o valor do bem na data da recusa de cumprimento será quase sempre superior ao montante das rendas previstas até o final do contrato, atualizadas para a data de declaração de insolvência por aplicação do estabelecido no art. 91.º n.º 2 CIRE, exatamente pela referida “margem de segurança” do locador financeiro.

<sup>55</sup> Quanto à existência desta relação de liquidação com este conteúdo, na fase insolvencial, e, em particular, o fundamento dos referidos deveres, ver, desenvolvidamente, VASCONCELOS, M. Pestana de. *A cessão de créditos em garantia e a insolvência*: Em particular da posição do cessionário na insolvência do cedente. cit. p. 781, nota 1468.



## LES MARCHES FINANCIERS, LIEUX DE RENCONTRES, LIEUX DE COMMUNAUTE D'ASPIRATIONS<sup>1 e 2</sup>

### FINANCIAL MARKETS, PLACES OF MEETING, PLACES OF COMMUNITIES OF INTERESTS

*Julien Théron*

*Résumé:* Lorsque l'on évoque l'idée de «marché», c'est évidemment la rencontre qui vient parmi les premières à l'esprit du néophyte: rencontre entre des producteurs et des consommateurs, badauds matinaux déambulant au sein d'allées garnies de victuailles diverses. La rencontre y est parfaite parce qu'ici «le bonheur des uns, fait... le bonheur des autres». Le bonheur de trouver ce que l'on cherche et dont on va se délecter, fait aussi le bonheur du producteur ou du revendeur. Les «marchés financiers» ne véhiculent pas la même image. Le terme «marché» paraît même inadapté. D'abord et sans doute en raison des objets, des biens échangés; ensuite en raison de sa dématérialisation et enfin (sans être exhaustif) en raison de la multiplicité des marchés. Il n'y a pas un marché financier mais des marchés financiers... La question qu'il convient de traiter est la suivante: les marchés financiers sont-ils de véritables marchés? Remplissent ils malgré la puissante évolution technologique-les fonctions traditionnelles assignées aux marchés.

*Mots clés:* Marchés financiers. Produits financiers. Marché boursiers. Partager les bonnes. Marchés futurs. Contrats financiers.

*Abstract:* Financial markets are different from traditional markets. Financial products are specific as exchanges are dematerialized... Nevertheless financial markets are real markets.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 15.08.2014 e aceito em 05.12.2014.

<sup>2</sup> Le style oral a été conservé.

They fill traditional functions: they are places of meeting and places of communities of interests.

*Keywords:* financial markets, financial products, equity markets, shares and bonds, future markets, financial contracts.

*Sumário:* Lieu de rencontre. Lieu de communauté d'aspirations: I. Unmarché aux produits particuliers: I.A. Les titres financiers. I.B. Les contrats financiers. II. Un marché dématérialisé. III. La multiplicité des marchés: III.A. Distinction marché primaire marché secondaire. III.B. Marché au comptant ou marché à terme.

## **Lieu de rencontre.**

Lieu de rencontre. Ils restent évidemment des lieux de rencontre entre des offrants et des acquéreurs. C'est sans doute d'une approche économique des choses qu'il faut partir pour le comprendre: il est le point de convergence entre des agents à besoin de financement et des agents à capacité de financement. Les agents à besoin de financement vont «vendre» des instruments financiers pour se financer, pouvoir fonctionner et croître. Les agents à capacité de financement vont acquérir ces instruments en espérant faire un profit. A la différence des marchés classiques, au sein desquels les acquéreurs relèvent tous de la même catégorie, ici sur les marchés financiers il y a de grosses disparités. On ne distingue pas entre marché du gros et au détail. L'investisseur peut être un épargnant, ou institutionnel (banque, assurance, fonds de pensions...), ou encore capital-risqueurs... Cela fausse peut être un peu le jeu dans la mesure où tous n'ont pas la même force de frappe. Pour autant les marchés financiers sont le «lieu» où ces différents protagonistes se rencontrent.

## Lieu de communauté d'aspirations.

Outre le fait que les marchés financiers constituent comme tout marché le point de rencontre entre l'offre et la demande, il semble qu'il y ait un autre point commun: les aspirations des différents protagonistes. Certes chacun –et c'est le principe d'une économie libérale– cherche à tirer au mieux son épingle du jeu en réalisant la meilleure affaire possible, le juste prix ou le prix le plus élevé d'un côté, et la meilleure qualité au meilleur prix de l'autre. Mais aujourd'hui, à la mode de l'écologie, du «bio», les marchés financiers se sont adaptés avec la recherche d'une image éthique. Les agents à besoin de financement –les entreprises- le savent bien. Aujourd'hui, pour attirer des investisseurs et les garder il importe d'avoir une bonne image sur le plan éthique. Il en va ainsi de la gouvernance qui répond évidemment à une problématique d'éthique. Mais cela va au-delà pour englober des problématiques comme le respect de l'environnement ou des droits de l'homme. La multiplication des chartes éthiques communiquées aux actionnaires et autre *proxy advisors* (agences de votes) en témoigne. Chaque procès ou chaque information susceptible d'affecter l'image d'une grande entreprise à un retentissement immédiat sur le cours des titres. Il suffit de se remémorer l'affaire Nike contre Kasky pour s'en persuader<sup>3</sup>. En somme, tout comme la progression du bio, l'éthique progresse sur les marchés financiers. D'aucuns pourraient dire qu'il y a là un phénomène superficiel, lié à l'image... mais peu importe les raisons pour lesquelles elle progresse au fond... *Rappelons nous des propos de Vaclav Havel: «le marché ne peut exister qu'à la condition de s'appuyer sur une morale».*

S'il y a là des points communs entre «les marchés» traditionnels et les marchés financiers, il n'en demeure pas moins que le marché financier connaît un certain nombre de spécificités tenant en premier lieu aux «produits» échangés; en second lieu à sa

---

<sup>3</sup> TREBULLE, François.-Guy. Responsabilité sociale des entreprises et liberté d'expression. Considérations à partir de l'arrêt Nike v/ Kasky, *Revue des Sociétés*, n° 2, 2004, p. 261.

dématérialisation; en troisième lieu à la multiplicité des réalités auxquelles la notion de marché renvoie. Mais essayons d’y voir un peu plus clair.

## **I. Un marché aux produits particuliers.**

Jusqu’à une ordonnance du 8 janvier 2009, un certain flou régnait quant à l’identification des des produits, des biens pouvant être échangés sur les marchés financiers: actions, obligations, titres mutants, swaps, dérivés de crédits, contrats dérivés, instruments financiers à terme... Désormais, les choses sont beaucoup plus claires. De manière générique les différents produits échangés sont dénommés «instruments financiers». C’est le genre. Et les instruments financiers se découpent en deux espèces. Il y a d’une part les titres financiers (A) et d’autre par les contrats financiers (B).

### **I.A. Les titres financiers**

La notion de titre financier n’est pas compliquée à saisir, il s’agit des actions, des obligations, des titres de fonds commun de titrisation, titres de créances négociables et parts ou actions d’OPCVM (à savoir SICAV ou FCP).

Les actions et obligations n’appellent aucune remarque. Peut être faut-il donner quelques mots de ce que sont les titres d’organismes de titrisation, ainsi que les parts ou actions de SICAV et de fonds commun de créance.

Les titres de fonds communs de titrisation (autrefois FCC) sont ce qui a en grande partie été à l’origine de la crise des subprimes. *Pour comprendre, il faut rappeler que les banques mobilisent leurs créances à long terme. En d’autres termes, elles cèdent leurs créances. On appelle cela de la titrisation. Evidemment le prix de cession est moins élevé que ce qui serait obtenu si elles attendaient le terme des prêt pour être réglées. On comprend alors qu’il y a là des*

*affaires à faire ! Des personnes (institutionnels) se réunissent alors soit sous la forme de société par action soit en un fonds (sorte de copropriété) pour acheter ces créances. Les investisseurs ont alors en échange de leur investissement des actions dans la société ou des parts dans le fonds. Ce sont ces titres qui font l'objet d'un marché.*

Les parts ou actions de fonds commun de placement ou société d'investissement à capital variable, c'est un peu la même chose, des personnes investissent dans un fonds commun de placement en échange de parts ou dans une société d'investissement à capital variable en échange d'action. Et ensuite le fonds ou la société a pour mission de faire fructifier ces apports pour que la valeur des parts ou actions augmentent. Et là aussi, il y a un marché.

On pourrait considérer que tous les titres financiers peuvent être échangés sur un marché. Ce n'est pourtant pas le cas. Un titre ne peut être échangé que pour autant que le marché peut assurer une fonction de liquidité.

Qu'est-ce que la liquidité? C'est permettre de transformer rapidement son investissement en argent liquide. Il y a là un élément essentiel à deux titres:

-d'abord, parce que c'est ce qui est recherché par les investisseurs. Evidemment l'investisseur poursuit un objectif de rentabilité. Mais il a aussi une aversion pour le risque et à ce titre il souhaite rapidement récupérer son investissement. Il faut donc qu'il puisse «rapidement» vendre ses titres en cas de besoins. Or, le marché parce qu'il concentre les offres d'acquisitions et de vente permet des échanges rapides. On trouve rapidement un acquéreur. Ce qui ne serait pas possible sans marché.

-ensuite, la liquidité est une sécurité pour les investisseurs. Cela assure qu'en cas de baisse, elle ne sera ni trop rapide ni trop brutale (en temps normal). En effet, on sait que la valeur boursière d'un titre se détermine en fonction de l'offre et de la demande. Et plus il y a de gros volumes d'offres et de demandes, plus la valeur des titres est stable. C'est ce qui explique que sauf exception, la variation de la valeur d'un titre n'est jamais très grande. Il faut en acheter beaucoup



pour gagner beaucoup ou perdre beaucoup... La liquidité d'un titre est donc une source de sécurité.

Or, pour que des titres soient liquides, il faut qu'ils soient fongibles, c'est à dire qu'ils ne doivent pas avoir de caractéristiques propres, on ne doit pouvoir les identifier que par qualité et par quantité. En somme ils doivent être échangés par volume. Il n'y a pas de «marché» pour un titre unique. Pour faire une comparaison, il y a un marché de l'occasion pour des voitures en série, il n'y a pas de marché pour un prototype puisqu'il fera l'objet d'une opération unique en cas de cession.

C'est la raison pour laquelle les titres de créance négociables ne sont pas échangés sur les marchés.

### **I.B. Les contrats financiers**

Les contrats financiers sont également appelés «instruments financiers à terme». Il s'agit de véritables contrats sur lesquels s'effectuent des spéculations. (ex.: les contrats à terme, les contrats d'échange, les contrats d'option).

Pour comprendre, prenons un exemple concret: la production de cacao. Imaginons que la tonne de Cacao soit actuellement à 1000 euros, mais on ne sait pas quelle sera sa valeur dans six mois. Un producteur va alors consentir une vente à terme qui se dénouera pour ce prix dans six mois. Il s'assure de recevoir cette somme quelque soit l'état du marché du cacao ultérieurement. Considérons à présent que six mois plus tard la tonne de cacao soit à 1500 euros. Celui qui est bénéficiaire de la promesse de vente est avantagé puisqu'il ne supportera pas la plus-value. Cette promesse ou vente à terme présente alors une valeur puisqu'elle permet d'acquérir un produit à une valeur inférieure à sa valeur de marché. Aussi ce contrat pourra être cédé à une personne qui pourra ainsi acheter le cacao à 1000 au lieu de 1500...

Ces contrats sont très propices à la spéculation car l'«effet levier», c'est à dire la proportion dans laquelle on peut gagner est bien

plus élevée que si l'on spéculait directement sur le sous-jacent (ici le cacao). Pour reprendre mon exemple –très schématiquement– lorsque la promesse de cession a été faite, elle ne valait rien. Puis avec l'augmentation de la valeur du sous-jacent elle a acquis une valeur.

En revanche si le sous-jacent perd de la valeur, le contrat à terme n'a plus du tout de valeur. Imaginons que le cacao coûte 999 euros la tonne, personne ne voudra acheter le contrat permettant de l'acheter 1000...

Mais les contrats financiers n'ont pas seulement cette fonction de spéculation. Initialement ils avaient une fonction dite de «couverture», c'est à dire de garantie. Ces contrats financiers permettent en effet à des producteurs ou vendeurs de sous-jacents de se prémunir contre la baisse du prix du bien qu'ils produisent ou vendent.

Finalement, derrière le désordre apparents des produits échangés sur les marchés l'ordre se dessine petit à petit.

## **II. Un marché dématérialisé.**

Il y a un quart de siècle la bourse de Paris ressemblait physiquement à un «véritable» marché avec ses intermédiaires. Songeons à l'image d'Epinal des agents de change en qualité d'intermédiaire et leurs codes gestuels échangés autour de la corbeille. A l'heure du NYSE-Euronext, on est bien loin de tout cela. Le Palais Brongniart est devenu un lieu de réceptions mondaines. Le marché, lui, n'existe qu'informatiquement, et est géré par une société commerciale: Euronext SA. Compte tenu de son informatisation, il est même difficile d'y voir un lieu d'échange. L'acquéreur et le vendeur ne se connaissent pas et ne se connaîtront jamais, il n'y a que des échanges de clics électroniques à fréquence extrêmement rapide.

Mais essayons d'y voir un peu plus clair pour comprendre le mécanisme du marché version moderne.

1. L'investisseur donne un ordre (vente ou achat) au prestataire de services en investissement (établissement bancaire et sociétés de gestion de portefeuilles; anciens agents de change et sociétés de bourse)

2. Le prestataire de service en investissement se met en relation avec le dépositaire central du titre concerné (Euroclear pour le marché Euronext Paris).

3. Les ordres sont réceptionnés par le dépositaire central et classés par catégorie. Puis ils sont inscrits dans la base de données du dépositaire central.

4. Le cours est déterminé par le système informatique de telle manière qu'il permette la satisfaction du maximum d'ordres, le plus grand nombre de transaction.

5. Les transactions sont réalisées à ce cours, par l'appariement de deux ordres opposés en sens contraire, compatibles entre eux, dans le carnet d'ordre central. Le donneur d'ordre qu'il soit à l'achat ou à la vente ne connaîtra jamais la partie à qui il achète ou vend. Le seul point commun entre l'acheteur et le vendeur est purement fortuit. Il résulte de ce qu'ils traitent au même moment, la même valeur aux mêmes conditions mais en sens inverse. Sur un marché réglementé il y a seulement croisement électronique de deux manifestations unilatérales de volonté. Il n'y a pas de rencontre « subjective » des consentements des parties. Les parties au transfert ne consentent pas réciproquement à l'achat et à la vente. Elles ont émis une offre de vente et une offre d'achat, qui ont été « objectivées ». Le dépositaire central, ne faisant que mettre en relief que ces offres se complètent parfaitement. En somme, c'est une opération purement mathématique.

Il faut comprendre que le dépositaire central également chambre de compensation est l'unique contrepartie du vendeur et de l'acquéreur. C'est à lui que s'adressent vendeurs et offrants.

6. Intervient ensuite la phase de compensation (effectuée par la chambre de compensation Clearnet pour Euronext France). Un même PSI aura donné pleins d'ordres de vente et d'achat sur un même titre,

aussi il faut calculer sa «position nette» pour déterminer ce que «le marché» doit lui transmettre.

7. Intervient enfin la phase de règlement-livraison des titres: il s'agit du processus de circulation des espèces et des titres entre les intermédiaires.

L'achat d'un titre auprès d'un intermédiaire donne lieu à plusieurs opérations comptables: dès que l'ordre est exécuté, le client est crédité de son titre et débité de la somme. Mais, en face de lui, il existe un vendeur, dont l'ordre est passé par un autre intermédiaire. Ce dernier va créditer la somme correspondant au montant de la vente et débiter les titres sur le compte de son client. Reste maintenant à transférer les espèces de l'intermédiaire de l'acheteur vers celui du vendeur et les titres dans l'autre sens, le règlement et la livraison. Toutes ces opérations de compensation entre intermédiaires seront traitées par Euroclear SA. Le délai de règlement-livraison est au maximum de quelques jours (selon Euroclear SA France J+3, c'est-à-dire 3 jours après le jour de la négociation, c'est-à-dire le jour où l'ordre a été exécuté).

L'acquisition des titres ne sera considérée comme définitive qu'au moment où le PSI est effectivement livré des titres. Entre temps ce n'est qu'une inscription purement informative (cela pour se prémunir de la défaillance d'un PSI débiteur de ces titres).

On le voit, on est bien loin de l'image originelle du marché, même si les marchés financiers remplissent toujours le même rôle.

Le marché permet donc la répartition des titres, l'achat et la vente, mais cela ne procède plus nécessairement de transmission. Nul ne sait qui est vendeur et qui est acquéreur.

Le marché mérite-t-il pour autant son qualificatif de «marché»? Il est possible de répondre par l'affirmative, car il remplit une fonction de liquidité et d'échange –consubstantielle à la nature des marchés. Et s'il y a compensation juridique, c'est bien qu'*ipso facto* il y avait des obligations réciproques de vendre et d'acheter en contrepartie d'un prix. Les marchés financiers servent donc bien à vendre et à acheter...

### **III. La multiplicité des marchés.**

L'appréhension de la réalité des marchés est rendue difficile en raison de leur multiplicité. Les titres financiers peuvent faire l'objet de négociations sur des marchés très différents. On peut tout d'abord distinguer ces marchés selon qu'ils permettent le financement des émetteurs ou non (marché primaire ou secondaire) selon le mode de règlement ou du dénouement des opérations (marché à terme ou marché au comptant) ou selon le mécanisme de fixation des prix (marché réglementé et marché non réglementé).

En fait toutes ces classifications se complètent.

#### **III.A. Distinction marché primaire marché secondaire.**

Le marché primaire assure une fonction de financement des entreprises par appel public aux investisseurs qui souhaitent acquérir des entreprises par appel public aux investisseurs qui souhaitent acquérir des valeurs mobilières. C'est ici qu'ont lieu les introductions en bourse, les augmentations de capital...C'est le marché du «neuf»

Mais une fois que les titres ont fait l'objet d'une première acquisition, la société en perd totalement le contrôle. L'achat et la vente de ces valeurs déjà acquises se font alors sur le marché secondaire. Ce marché n'a donc pas pour vocation de créer des ressources de financements nouvelles au profit des émetteurs. Sa fonction est d'attribuer une valeur à des titres déjà existants pour favoriser leur circulation entre multiples mains. La fonction du marché secondaire est donc d'assurer la liquidité des titres.

Le marché secondaire et le marché primaire sont étroitement liés. Ainsi, le prix d'émission du titre sur le marché primaire est fonction de sa cotation sur le marché secondaire: les investisseurs ne souscriront pas de titres nouveaux à un prix supérieur au cours de bourse des mêmes titres. En outre, s'il s'agit d'actions, le cours sur le marché secondaire doit être surveillé car un cours trop bas peut

susciter une OPA et entraîner un changement de contrôle de la société émettrice. Enfin, le dynamisme du marché primaire dépend du degré de liquidité du marché secondaire du titre, la facilité avec laquelle on peut se défaire des titres sur le marché secondaire favorise la souscription sur le marché primaire.

### **III.B. Marché au comptant ou marché à terme.**

Dans les marchés au comptant, les titres qui y sont négociés, doivent immédiatement être payés par le donneur d'ordre d'achat, et immédiatement délivrés par le donneur d'ordre de vente.

Mais les valeurs mobilières peuvent également être négociées sur un marché à terme<sup>4</sup>. Dans ce type de marché, le paiement du prix et la délivrance sont reportés à une certaine date appelée liquidation qui est arrêtée selon les règles du marché concerné.

Ce type de marché s'éloigne des fonctions traditionnelles des marchés et permet des opérations de spéculations pures à l'instar de l'achat à découvert, opération consistant à acheter des titres pour un montant supérieur à ce que l'investisseur détient en espèce. A titre d'exemple, une personne achète 5000 titres au 3 novembre à une valeur de 1 euro par titre alors qu'elle ne détient que 2500 euros. Le prix devra être versé à la fin du mois. L'objectif est alors de céder ces titres pour une valeur supérieure avant la date de paiement. Si elle les vend le 24 novembre à 2 euros pièces elle réalise une belle opération. Sur le produit de cette revente (10000 euros) elle rembourse 5000 euros le 30 novembre et fait un bénéfice de 5000 euros. S'il n'y avait pas eu de vente à terme elle n'aurait pu faire qu'un bénéfice de 2500 euros.

---

<sup>4</sup> En France, il n'y a plus de marché à terme à proprement parlé. Mais ce service est proposé par les prestataires de services en investissement. Il s'agit du Service de Règlement Différé (SRD).

Sur ce type de marchés se pratique également la spéculation à la baisse grâce à la vente à découvert. Il est possible de vendre des titres que l'on ne possède pas encore. A titre d'exemple, une personne vend aujourd'hui 1000 titres dont elle ne dispose pas pour une valeur de 2 euros par unité. Elle devra transférer la propriété de ces titres au 30 novembre. Son but est alors de se procurer d'ici là ces titres pour une valeur moindre. Ainsi si elle les acquière 1 euro l'unité, elle réalisera un bénéfice inespéré de 1000 euros.

A la question de savoir si les marchés remplissent leur fonction traditionnelles de satisfaction la réponse est ici sans aucun doute positive: il apparaît même que les plus habiles arrivent à être satisfaits que les cours montent ou baissent...

A titre de conclusion pour répondre à l'interrogation posée à titre liminaire consistant à déterminer si les marchés financiers peuvent être analysés comme de véritables marchés il faut répondre par l'affirmative. Comme cela a été constaté, ils restent des lieux d'échanges, permettant la «liquidité» des titres. Le fait qu'ils remplissent d'autres fonctions (fonction de couverture et fonction de spéculation) n'y change rien. D'autant que tout marché –même les plus traditionnels–ont toujours suscité la spéculation...

# A RESPONSABILIDADE POR DÍVIDAS DE SOCIEDADES INTEGRANTES DE UM MESMO GRUPO DE FATO<sup>1</sup>

## LIABILITY FOR DEBTS OF OTHER COMPANIES OF THE SAME *DE FACTO* GROUP

*Sérgio Campinho*

*Resumo:* Por meio do presente parecer são enfrentados os questionamentos apresentados pela CONSULENTE acerca da formação e da caracterização de grupos societários e, ainda, da responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes de um mesmo grupo. Nesse passo, após a apresentação dos quesitos formulados pela CONSULENTE e a indicação dos documentos que nos foram por ela encaminhados, tecemos as considerações que nos parecem essenciais acerca dos *grupos de fato* e de *direito*. Na sequência, tratamos especificamente da caracterização de um *grupo de fato*. Adiante, nos debruçamos sobre o tema da responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes de um mesmo *grupo de fato*. Por fim, apresentamos as nossas conclusões e as respostas aos quesitos.

*Palavras-chave:* Grupo de fato. Caracterização. Responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes.

*Abstract:* This legal opinion covers the issues raised by the consultant concerning not only the corporate group formation and characterization but also the liability for debts arising from another member of this group. After listing all the queries raised by the consultant and all the documents provided, it initially presents the essential considerations about the *de facto* and the *de jure* groups. Then, the characterization of the *de facto* group and the liability for debts of another company of the same *de facto* group are specifically

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 10.09.2014 e aceito em 08.12.2014.



addressed. Finally, it concludes by answering all the questions raised by the consultant.

*Keywords:* *De facto* group. Characterization. Liability for other companies' debts.

*Sumário:* I – A Consulta. II – O Parecer. II.1 – Os Grupos Societários de Fato e de Direito. II.2 – A Caracterização de um Grupo de Fato. II.3 – A Responsabilidade por Dívidas de Sociedades Integrantes de um Mesmo Grupo de Fato. III – As Conclusões. IV – As Respostas aos Quesitos.

## **I – A CONSULTA**

A sociedade denominada “A” Ltda. (“A LTDA.” ou “CONSULENTE”), através de seu administrador não sócio, Sr. XYZ, formula consulta acerca da formação e da caracterização de grupos societários e da responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes de um mesmo grupo.

Desse modo, a CONSULENTE nos apresenta os seguintes quesitos:

1º QUESITO: À luz do Direito Societário brasileiro, há grupo de empresas entre as sociedades denominadas “A” LTDA., “B” LTDA., “C” LTDA., “D” LTDA., “E” LTDA., “F” LTDA., “G” LTDA. e “H” LTDA., caracterizando concentração empresarial?

2º QUESITO: O fato de, em algum momento passado, um sócio, administrador ou procurador de uma determinada sociedade ter integrado o quadro social ou ter

funcionado como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um grupo de empresas, é, por si só, o suficiente para se caracterizar que a primeira sociedade passou a integrar o mencionado grupo?

3º QUESITO: O fato de um administrador ou procurador de uma determinada sociedade funcionar como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um grupo de empresas, é, por si só, o suficiente para se caracterizar que a primeira sociedade passou a integrar o mencionado grupo?

4º QUESITO: O fato de uma determinada sociedade integrar um grupo de empresas, por si só, faz com que ela se torne responsável por dívidas de outras sociedades que compõem o referido grupo?

Para possibilitar a compreensão do quadro fático, a CONSULENTE nos encaminhou os seguintes documentos:

a) ata da assembleia geral de conversão em sociedade por ações do FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO “I” (tendo a referida companhia recebido a denominação de “J” S.A.); contrato social da sociedade denominada “A” LTDA. e suas 1ª, 2ª e 3ª alterações;

b) contrato social da sociedade denominada “B” LTDA. e suas 1ª, 2ª, 3ª, 4ª, 5ª, 6ª, 7ª, 8ª, 9ª, 10ª e 11ª alterações;

c) contrato social da sociedade denominada “C” LTDA.;

d) protocolo e justificação de incorporação de “H” LTDA. pela “K” LTDA.; contrato social da sociedade

denominada “K” LTDA. e suas 1ª, 2ª, 3ª, 8ª, 9ª, 38ª, 39ª, 40ª, 47ª, 48ª, 97ª, 98ª, 99ª, 105ª, 106ª, 114ª, 115ª, 116ª, 117ª, 118ª, 119ª, 120ª e 121ª alterações, sendo certo que, por meio da 120ª alteração contratual, a referida sociedade teve a sua denominação alterada para “D” LTDA.;

e) contrato social da sociedade denominada “E” LTDA. e suas 1ª, 2ª, 3ª, 4ª, 5ª, 6ª, 7ª, 8ª e 9ª alterações;

f) contrato social da sociedade denominada “F” LTDA. e suas 1ª e 2ª alterações;

g) contrato social da sociedade denominada “G” LTDA. e suas 1ª e 2ª alterações; e

h) contrato social da sociedade denominada “H” LTDA. e suas 1ª, 2ª, 3ª, 5ª, 6ª, 7ª, 8ª, 9ª, 10ª, 11ª, 12ª, 13ª, 14ª, 15ª, 16ª e 17ª alterações; e, ainda, a re-ratificação da 16ª alteração contratual.

## **II – O PARECER**

Diante dos quesitos apresentados e dos documentos que nos foram encaminhados pela CONSULENTE, optamos por dividir o presente parecer jurídico nos tópicos abaixo indicados, com o escopo de tornar a exposição mais didática e objetiva:

a) Os grupos societários de fato e de direito.

b) A caracterização de um *grupo de fato*.

c) A responsabilidade por dívidas de sociedades integrantes de um mesmo *grupo de fato*.

d) As conclusões.

e) As respostas aos quesitos.

Assim, passamos à análise de cada um dos mencionados tópicos.

## II.1 – OS GRUPOS SOCIETÁRIOS DE FATO E DE DIREITO

Como anota Rubens Requião<sup>2</sup>, “coube aos juristas alemães estabelecer<sup>3</sup>, pela primeira vez, no direito moderno, um sistema legal disciplinador dos grupos econômicos” (*Konzern*). Tomando como modelo legal a Lei Alemã de 1965 e inspirados, ainda, no sistema de concentração japonês (*Zaibatsu*), Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da Lei nº. 6.404/1976 (“LEI DAS S.A.”), previram, no referido diploma, a disciplina dos grupos<sup>4</sup>.

---

<sup>2</sup> *Curso de Direito Comercial*. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 348.

<sup>3</sup> Através da Lei Alemã de 1965.

<sup>4</sup> José Waldecy Lucena contempla, em seu valioso relato histórico acerca dos grupos econômicos, o seguinte trecho de autoria de Mário Henrique Simonsen, então Ministro da Fazenda, acerca da estratégia econômica traçada, à época, pelo Governo: “Nos últimos anos o Governo vem procurando criar um novo modelo de grande empresa privada nacional, incentivando as fusões e a formação de conglomerados, numa espécie de imitação do modelo japonês” (SIMONSEN, Mário Henrique; CAMPOS, Roberto de Oliveira. *A Nova Economia Brasileira*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Livraria José Olympio Editora, 1979. p. 206-207 *apud* LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. 3, p. 994-995). Na sequência, o mencionado comercialista conclui: “os elaboradores da Lei brasileira basearam-se, assim, para a inclusão do direito grupal, no modelo japonês – *Zaibatsu*, tão celebrado à época, em face do chamado *milagre japonês*, que recuperou a economia nipônica destruída pela Segunda Guerra Mundial, mas copiaram, em sua maior parte, as disposições da Lei de Sociedades por Ações alemã de 1965, que disciplina detalhadamente os grupos empresariais (*Konzern*), mesmo porque os *Zaibatsu* não eram, como ainda não são, regulamentados em lei” (LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar,

Até o advento do Código Civil de 2002, as regras constantes dos Capítulos XX (*Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas*) e XXI (*Grupo de Sociedades*) da Lei nº. 6.404/1976 traduziam regras gerais em matéria de Direito Societário. Com a entrada em vigor do Código Civil de 2002, as sociedades contratuais passaram a observar o disposto no Capítulo VIII (*Das Sociedades Coligadas*), do Subtítulo II (*Da Sociedade Personificada*), do Título II (*Da Sociedade*), do Livro II (*Do Direito de Empresa*) e, ainda, os dispositivos constantes dos Capítulos XX e XXI da LEI DAS S.A., desde que não conflitem com o disposto no aludido diploma codificado.

No caso concreto que nos fora submetido à análise, tanto a “A” LTDA. como as demais sociedades mencionadas no primeiro quesito apresentado são sociedades contratuais, do tipo *limitada*. Desse modo, as questões suscitadas pela CONSULENTE serão justamente analisadas sob a ótica dos dispositivos do Código Civil referentes às *sociedades coligadas*<sup>5</sup> e dos preceitos que compõem os Capítulos XX e XXI da Lei nº. 6.404/1976, aplicáveis supletivamente.

---

2012. v. 3, p. 995). Igualmente valioso é o resgate histórico de Modesto Carvalhosa: “o diploma de 1976, ao dedicar todo um capítulo à matéria do grupo convencional de sociedades (Capítulo XXI), atendeu à política econômica empossada à época (1975), pelo governo brasileiro, consubstanciada no II PND (1973-1975). Contrariando a tendência mundial de repressão às concentrações empresariais, a partir do final do século XIX (Lei Sherman e ‘Clayton Act’), o nosso II PND (1973-1975) estabeleceu um amplo programa de formação de conglomerados financeiro-industrial-comerciais, pois considerava tal regime concentracionista fundamental para o revigoramento das atividades empresariais do setor privado nacional. [...] Inspiraram-se, à época, as autoridades econômicas governamentais (II PND) na implementação de uma política de criação do Poder Nacional baseada nos sistemas de concentração japonês (*Zaibatsu*) e alemão (*Konzern*). Em consequência, a reforma da nossa lei societária de 1976 deveria, como efetivamente ocorreu, institucionalizar a prática oligopolística, tendo como modelo legal a reforma societária alemã de 1965. E o veículo escolhido pelo II PND para a criação dos conglomerados institucionais entre nós foi a lei societária de 1976 [...]” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009. v. 4, tomo II, p. 305-307).

<sup>5</sup> Estes dispositivos são aqueles que, como mencionado, integram o Capítulo VIII (*Das Sociedades Coligadas*), do Subtítulo II (*Da Sociedade Personificada*), do Título II (*Da Sociedade*), do Livro II (*Do Direito de Empresa*) do Código Civil.

Feitos esses esclarecimentos iniciais, pode-se afirmar que os grupos econômicos se apresentam como uma técnica de exploração racional da atividade empresarial, na busca de um processo de investimentos, pesquisa, produção e comercialização mais eficientes<sup>6 e 7</sup>, sendo certo que fatores econômicos, financeiros, mercadológicos, políticos, administrativos, organizacionais e de marketing podem servir de justificativa para a sua formação<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> CAMPINHO, Sérgio. *O Direito de Empresa à luz do Código Civil*. 12ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 315.

<sup>7</sup> Nesse passo, Fábio Konder Comparato salienta que não se pode negar “que os grupos econômicos foram criados, exatamente, para racionalizar a exploração empresarial, harmonizando e mesmo unificando as atividades das várias empresas que os compõem. É graças a essa racionalização administrativa que o lucro marginal é elevado, com a baixa do custo unitário de produção. Eles propiciam a criação de ‘economias internas de escala’, já assinaladas pelos economistas desde fins do século XIX” (COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 498).

<sup>8</sup> Ao discorrer sobre fatores e benefícios atrelados aos grupamentos societários, José Luiz Bulhões Pedreira apresenta a seguinte listagem exemplificativa: “alguns são econômicos (por ex.: otimização do uso dos recursos das diversas sociedades, integração de seguimentos do processo produtivo ou obtenção de economias de escala); outros são políticos (constituição pela empresa transnacional de subsidiárias sujeitas às leis de cada país), financeiros (aumento da capacidade de captar capitais de risco ou empréstimo, ou melhor utilização das disponibilidades de caixa das diversas sociedades), de mercado (especialização de empresas em diferentes atividades ou regiões, ou utilização da mesma marca para diversos produtos), administrativos (para descentralização ou especialização de atividades) etc.” (PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Grupo de sociedades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1.933-1.934). Em complementação, Bulhões Pedreira sustenta que “a observação dos grupamentos de sociedades mostra que, em geral, são formados por empresas com características distintas sob todos os aspectos de dimensão, tipo de atividades, tradição no mercado, estrutura de custos, rentabilidade etc., e que sua reunião em grupo produz – inevitavelmente – efeitos que influenciam todas, embora de modo e em proporções diferentes: (a) o controle comum faz com que os mercados reconheçam a existência do grupo e considerem as sociedades como elementos de um único conjunto; (b) todas as sociedades se beneficiam da diversificação de riscos buscada pelo empresário, pois as fases cíclicas de dificuldades ou menor rentabilidade não ocorrem simultaneamente em todas as empresas, e umas podem auxiliar outras; (c) o controle comum possibilita a organização unificada de atividades que proporcione economias de escala em benefício de todas as empresas; e (d) a unidade de comando assegura que cada

A doutrina divide os grupos societários em *grupos de fato* e *grupos de direito*.

Os *grupos de direito*<sup>9</sup> são formados por sociedades que celebram uma convenção (a ser arquivada no Registro Público de Empresas Mercantis), cujo escopo é justamente o de estabelecer disciplina própria ao grupamento. Suas notas essenciais vêm estabelecidas no artigo 265 da LEI DAS S.A., abaixo reproduzido:

Art. 265. A sociedade controladora e suas controladas podem constituir, nos termos deste Capítulo, grupo de sociedades, mediante convenção pela qual se obriguem a combinar recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos, ou a participar de atividades ou empreendimentos comuns.

§1º A sociedade controladora, ou de comando do grupo, deve ser brasileira, e exercer, direta ou indiretamente, e de modo permanente, o controle das sociedades filiadas, como titular de direitos de sócio ou acionista, ou mediante acordo com outros sócios ou acionistas.

§2º A participação recíproca das sociedades do grupo obedecerá ao disposto no artigo 244.

Os *grupos de fato*, por seu turno, são integrados por sociedades coligadas, controladoras e controladas que mantêm, entre si, laços empresariais através de participação societária, sem a necessidade de se organizarem juridicamente<sup>10</sup>. A identificação de um *grupo de fato* passa, portanto, pelos conceitos de *controle* e de *coligação*.

A Lei nº. 6.404/1976 não contempla o conceito de *controle*. Cuida, tão somente, de definir *acionista controlador* e *controlada*, no *caput* do artigo 116 e no §2º do artigo 243, respectivamente:

Caput do Artigo 116:

---

empresa dê preferência aos bens e serviços produzidos pelas demais (Ibid. p. 1.934-1.935).

<sup>9</sup> Ao longo da LEI DAS S.A., os *grupos de direito* são chamados de “grupos de sociedades” ou simplesmente de “grupos”.

<sup>10</sup> REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 349.

Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e

b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

§2º do Artigo 243:

Considera-se controlada a sociedade na qual a controladora, diretamente ou através de outras controladas, é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, preponderância nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores.

Partindo-se, pois, dos conceitos de *acionista controlador* e de *controlada*, o controle pode ser compreendido como o poder efetivo vinculado à condução dos negócios sociais, exercido por uma pessoa ou por um grupo de pessoas, de forma direta ou indireta, mas sempre de modo continuado ou permanente. Corresponde, portanto, a um somatório de poderes que confere ao seu titular – ou ao conjunto de seus titulares – o direito de governar os negócios da companhia <sup>11 e 12</sup>.

---

<sup>11</sup> Para Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da LEI DAS S.A., “controle é capacidade de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia. É o poder político na sociedade, no sentido de poder supremo de sua estrutura interna, que compreende a capacidade de alocar e distribuir poder nessa estrutura. Segundo o modelo legal de organização da companhia, esse poder compete à Assembleia Geral; e como esse órgão delibera por maioria de votos, dentro da Assembleia é exercido pelo conjunto de acionistas que formam a maioria” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.* 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 1, p. 66). Nas palavras de Modesto Carvalhosa, “controle societário pode ser entendido como o poder de dirigir as atividades sociais. Essa noção tem um sentido material ou substancial e não apenas formal. Assim, o controle é o poder efetivo de direção dos negócios sociais. Não se trata de um poder potencial, eventual, simbólico ou diferido” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008. v. 2, p. 489).

<sup>12</sup> Não podemos deixar de registrar o fato de sentirmos falta, no teor do referido §2º do artigo 243 da Lei nº. 6.404/76, de uma menção à necessidade de identificação do



Já o §1º do artigo 243 da LEI DAS S.A. define como coligadas as sociedades nas quais a investidora tenha uma *influência significativa*, sendo certo que, na dicção do §4º do referido preceito, considera-se haver a mencionada influência significativa “quando a investidora detém ou exerce o poder de participar nas decisões das políticas financeira ou operacional da investida, sem controlá-la”. Em complementação, o §5º do preceito em comento estabelece ser presumida a influência significativa quando a investidora for titular de 20% ou mais do capital votante da investida, sem controlá-la<sup>13</sup>.

Entre sociedades coligadas, não há relação de comando, mas sim de coordenação. Justamente por isso, costuma-se afirmar que entre coligadas é estabelecida uma relação horizontal, ao passo em que, entre controladora e controlada, verifica-se a existência de uma relação vertical.

Cabe, ainda, aduzir que, nos moldes do artigo 245 da LEI DAS S.A., os administradores não podem, em prejuízo da companhia, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-

---

uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos sociais. O poder de controle é um poder de fato e deve ser aferido em cada caso concreto. Para ostentá-lo, não basta titularizar direitos de sócios que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores. É necessário fazer uso do mencionado poder. A exposição de motivos da Lei nº. 6.404/76 evidencia que essa omissão foi intencional, ao dispor que “o conceito de sociedade controladora corresponde ao de acionista controlador, do parágrafo único do artigo 116, com as adaptações necessárias para compreender quaisquer formas de sociedades controladas (e não apenas a de companhia) e a possibilidade de controle indireto, através de cadeia ou pirâmide de sociedades. Além disso, não se requer, no caso de sociedades, o efetivo exercício do poder de dirigir as atividades das sociedades controladas, que se presume nas relações intersocietárias”. Contudo, essa presunção não é absoluta, mas sim relativa. Em última análise, caso o exercício *efetivo* do poder de controle não se verifique, a suposta relação de controladora e controlada não se estabelece. Nesse caso, haveria apenas uma relação de investimento, passível de ser caracterizada como uma coligação.

<sup>13</sup> É oportuno anotar que o §1º do artigo 243 contou, originalmente, com a seguinte redação: “são coligadas as sociedades quando uma participa, com 10% (dez por cento) ou mais, do capital da outra, sem controlá-la”. A redação transcrita no corpo do texto foi fruto de alteração implementada através da Lei nº. 11.941/2009.

lhes zelar para que as operações eventualmente realizadas entre as sociedades observem condições estritamente comutativas ou contem com pagamento compensatório adequado. Caso não atuem dessa forma, os administradores responderão perante a companhia pelas perdas e danos resultantes dos atos infracionais. Esse preceito se justifica sob a ótica de que a reunião de determinadas sociedades em um *grupo de fato* pode facilitar o favorecimento de uma sociedade específica, em detrimento dos direitos e dos interesses dos acionistas minoritários e dos credores das demais integrantes do referenciado *grupo de fato*. O administrador de uma sociedade integrante de um *grupo de fato* deve, portanto, sempre zelar pelos interesses da sociedade que administra, observando (i) a comutatividade das relações estabelecidas entre a sua administrada e as demais sociedades componentes do grupamento ou, se for o caso, (ii) a necessidade de sua administrada perceber o adequado pagamento compensatório. O mesmo não se verifica em relação ao *grupo de direito*, na medida em que nesse as ações são coordenadas para a realização de um interesse de grupo e as sociedades que o compõem acabam abrindo mão de sua individualidade estratégica e administrativa em prol do fim comum visado pelo próprio *grupo de direito*<sup>14</sup>.

Em verdade, as expressões *grupo de fato* e *grupo de direito*, a despeito de consagradas pela doutrina, não constam da Lei n.º 6.404/1976.

Consoante se infere da exposição de motivos do aludido diploma legal, os autores do anteprojeto da LEI DAS S.A. optaram por estabelecer o antagonismo entre “a) sociedades coligadas, controladoras e controladas, que mantêm entre si relações societárias segundo o regime legal de sociedades isoladas e não se organizam em conjunto reguladas neste Capítulo [o Capítulo XX]; b) sociedades controladoras e controladas que, por convenção levada ao Registro de Comércio, passam a constituir grupos societários, com disciplina

---

<sup>14</sup> Nesse sentido, cabe conferir: LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 732 e 1.015; e REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 378-379.

própria, prevista no Capítulo XXI”. As primeiras são os *grupos de fato* e as segundas, os *grupos de direito*<sup>15</sup>.

Em síntese, portanto, pode-se afirmar que, no âmbito da LEI DAS S.A., os *grupos de fato* são disciplinados pelas regras constantes do Capítulo XX da Lei nº. 6.404/1976, intitulado *Sociedades Coligadas, Controladoras e Controladas*; e os *grupos de direito* são regidos pelos preceitos constantes do Capítulo XXI da aludida lei, denominado *Grupo de Sociedades*<sup>16</sup>.

O Código Civil de 2002, por seu turno, tratou tão-somente dos *grupos de fato*, dedicando às *Sociedades Coligadas*<sup>17</sup> o Capítulo VIII, do Subtítulo II (*Da Sociedade Personificada*), do Título II (*Da Sociedade*), do Livro II (*Do Direito de Empresa*).

Nos termos do Código Civil, é controlada a sociedade de cujo capital outra participe, titularizando direitos de sócio capazes de lhe conferir a maioria de votos nas deliberações sociais, tomadas em sede de assembleia geral ou de reunião de sócios, e o poder de eleger a maioria dos administradores, e, ainda, a sociedade cujo controle, na forma acima referida, esteja em poder de outra sociedade, mediante ações ou quotas titularizadas por sociedade ou sociedades por esta já controladas (artigo 1.098). Coligada ou filiada<sup>18</sup> é a sociedade de cujo

---

<sup>15</sup> Nesse sentido, os próprios autores do mencionado anteprojeto anotam que “as leis, em geral, disciplinaram a empresa-grupo sob dois ângulos: o grupo de fato, constituído por sociedades ligadas, apenas, pela existência de um controle comum, e o grupo de direito, que representa uma estrutura jurídica nova, na qual se integram as sociedades” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Op. cit. p. 88-89).

<sup>16</sup> O trecho da exposição de motivos da Lei nº. 6.404/1976 referente ao seu Capítulo XXI, intitulado *Grupo de Sociedades*, é inaugurado com as seguintes palavras: “O grupo de sociedades é uma forma evoluída de inter-relacionamento de sociedades que, mediante aprovação pelas assembleias gerais de uma ‘convenção de grupo’ dão origem a uma ‘sociedade de sociedades’”. De todo modo, cabe, por oportuno, anotar que o *grupo de direito* é despido de personalidade jurídica.

<sup>17</sup> De acordo com o artigo 1.097 do Código Civil, “consideram-se coligadas as sociedades que, em suas relações de capital, são controladas, filiadas, ou de simples participação, na forma dos artigos seguintes”.

<sup>18</sup> No âmbito do Código Civil, “coligada” e “filiada” são sinônimos.

capital outra participe, na razão de no mínimo 10% desse capital, sem, contudo, controlá-la (artigo 1.099)<sup>19</sup>. Por sua vez, é de simples participação a sociedade de cujo capital outra participe, titularizando menos de 10% do capital votante (artigo 1.100).

De plano, pode-se atestar a distinção dos conceitos de *sociedade coligada* estabelecidos pela Lei nº. 6.404/1976 e pelo Código Civil: o §1º do artigo 243 da LEI DAS S.A., com a redação que lhe foi atribuída pela Lei nº. 11.941/2009, adota o critério da influência significativa, que vem detalhado nos §§4º e 5º do referido preceito, ambos acrescidos à Lei nº. 6.404/1976 pela aludida Lei nº. 11.941/2009; já o artigo 1.099 do Código Civil considera coligada a sociedade de cujo capital outra participe, titularizando no mínimo 10% desse capital, mas sem controlá-la<sup>20</sup>.

À luz dessa divergência de conceitos, cumpre destacar que, nos termos do artigo 46 da Lei nº. 11.941/2009, a definição de coligada obtida pela conjugação dos §§1º, 4º e 5º do artigo 243 da LEI DAS S.A. somente será utilizada para os propósitos contemplados na própria Lei nº. 6.404/1976<sup>21</sup>. Para os fins constantes em outras leis, o conceito de coligação se estabelece nos moldes do artigo 1.099 do Código Civil, como dita o parágrafo único do mencionado artigo 46 da Lei nº. 11.941/2009. E, conforme restou destacado no princípio deste item II.1, como a CONSULENTE e todas as sociedades mencionadas no primeiro quesito por ela apresentado são sociedades limitadas, as questões suscitadas serão enfrentadas sob a ótica dos artigos 1.097 a

---

<sup>19</sup> O conceito de sociedade coligada constante do artigo 1.099 do Código Civil em muito se aproximava do conceito de coligada que fora contemplado na versão original do §1º do artigo 243 da LEI DAS S.A., cuja redação reproduzimos na nota de rodapé nº. 12.

<sup>20</sup> O nosso direito positivo jamais consagrou a coligação indireta. A versão original do §1º do artigo 243 da Lei das S.A e a sua versão atual, fruto da alteração veiculada através da Lei nº. 11.941/2009, bem como o teor do artigo 1.099 do Código Civil apenas admitem a coligação direta, ou seja, aquela que se estabelece através de uma relação direta de investimento por parte de uma sociedade em outra.

<sup>21</sup> Como, por exemplo, para fins de relatório anual de administração, demonstrações financeiras, responsabilidade civil dos administradores e participação recíproca.

1.101 do Código Civil e dos preceitos que compõem os Capítulos XX e XXI da Lei nº. 6.404/1976, naquilo em que não haja conflito.

Destarte, partindo-se do pressuposto de que as sociedades denominadas “A” LTDA., “B” LTDA., “C” LTDA., “D” LTDA., “E” LTDA., “F” LTDA., “G” LTDA. e “H” LTDA. não celebraram qualquer convenção de grupo e, portanto, com absoluta certeza, não constituem um *grupo de direito*, doravante focamos a nossa análise no estudo dos aspectos vinculados à caracterização dos *grupos de fato* e nos limites da responsabilidade de sociedades integrantes de um mesmo *grupo de fato*, recorrendo à disciplina dos *grupos de direito* quando necessário.

## II.2 – A CARACTERIZAÇÃO DE UM GRUPO DE FATO

À luz do Direito Societário brasileiro, os *grupos de fato* pressupõem a existência de sociedades que mantenham, entre si, relações de *coligação* (sempre direta) ou *controle* (conceitos já analisados no item II.1, acima), sem a necessidade de se organizarem juridicamente através da celebração de uma convenção.

Partindo-se das premissas de que o poder de controle é um poder de fato, que deve ser efetivamente exercido por seu titular ou por seus titulares, e, ainda, de que as relações societárias são cada vez mais dinâmicas, tem-se que a caracterização de um *grupo de fato* deve ser feita a partir do caso concreto, levando-se em consideração o quadro fático que, naquele momento, é apresentado para a aferição.

Desse modo, o simples fato de, em um dado momento passado, um sócio<sup>22</sup>, administrador ou procurador de uma determinada sociedade ter integrado o quadro social ou funcionado como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um *grupo de fato*, não é o bastante para caracterizar que a primeira sociedade passou a compor o *grupo de fato* integrado pela segunda. A análise e o conseqüente possível reconhecimento de um *grupo de fato* vinculam-se, cabe enfatizar, à compreensão do caso concreto naquele

---

<sup>22</sup> Pessoa natural ou pessoa jurídica.

momento específico, em virtude do dinamismo das relações societárias e, ainda, do próprio conceito de controle extraído da lei. Em outros termos, os *grupos de fato* funcionam como autênticos organismos vivos, sujeitos a uma constante mutação. E justamente por isso não podem ser analisados como se fossem retratos estáticos.

A princípio, portanto, por ocasião da análise e do reconhecimento de um *grupo de fato*, deve prevalecer o quadro fático daquele momento específico. Diz-se “a princípio”, pois os cenários e as composições societárias anteriores deverão ser resgatadas e consideradas se for constatado que, em um determinado caso concreto, houve alteração de posições societárias com o escopo de descaracterizar o *grupo de fato*. Isto porque, como curial, o direito não pode compactuar com a fraude ou com a má-fé.

Tem-se, ainda, que o simples fato de um administrador ou procurador de uma determinada sociedade funcionar como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um *grupo de fato*, também não é o suficiente para se caracterizar, à luz do Direito Societário brasileiro, que a primeira sociedade passou a integrar o mencionado grupo. Isto porque, como restou destacado acima, a caracterização dos *grupos de fato* pressupõe a existência de sociedades que mantenham, entre si, relações de *coligação* ou *controle* e tanto a coligação quanto o controle vinculam-se, necessariamente, à manutenção de laços empresariais através de participações societárias. A disciplina dos grupos consagrada na LEI DAS S.A. e no Código Civil evidencia que o reconhecimento e a caracterização de um *grupo de fato* passam ao largo da análise da ocupação, por determinadas pessoas naturais, de cargos de administração ou de procurador.

Em verdade, a “A” LTDA. não titulariza uma quota sequer das sociedades “B” LTDA., “C” LTDA., “D” LTDA., “E” LTDA., “F” LTDA., “G” LTDA. e “H” LTDA. e estas sociedades também são totalmente estranhas ao capital social da “A” LTDA. A CONSULENTE não ostenta a condição de controladora, controlada, coligada investidora, coligada investida ou sociedade de simples participação de quaisquer das

aludidas sociedades, não havendo, entre a “A” LTDA. e as demais, qualquer ligação societária. Ademais, após a análise da documentação recebida, não vislumbramos qualquer indício de que tenha ocorrido alteração de posições societárias com o escopo de descaracterizar um possível *grupo de fato*.

Desse modo, concluímos que o caso concreto que nos fora apresentado por ocasião da elaboração da consulta não nos permite enquadrar a CONSULENTE em um cogitado *grupo de fato* integrado pelas sociedades “B” LTDA., “C” LTDA., “D” LTDA., “E” LTDA., “F” LTDA., “G” LTDA. e “H” LTDA., na medida em que ela – a “A” LTDA. – não protagoniza qualquer relação de coligação ou controle com quaisquer das mencionadas sociedades.

### **II.3 – A RESPONSABILIDADE POR DÍVIDAS DE SOCIEDADES INTEGRANTES DE UM MESMO GRUPO DE FATO**

Tanto as sociedades integrantes de um *grupo de fato*, como aquelas componentes de um *grupo de direito*, conservam suas personalidades e seus patrimônios distintos.

Nos *grupos de fato*, essa separação de personalidades e de patrimônios se faz clara se for levado em consideração que, por força do disposto no artigo 245 da Lei nº. 6.404/1976, aplicável às sociedades contratuais por traduzir regra geral em matéria de Direito Societário, os administradores não podem, em prejuízo da companhia administrada, favorecer sociedade coligada, controladora ou controlada, cumprindo-lhes zelar para que as operações eventualmente realizadas entre as sociedades integrantes de um mesmo *grupo de fato* observem condições estritamente comutativas ou contem com pagamento compensatório adequado.

No que tange aos *grupos de direito*, encarregou-se o legislador de prever expressamente, no artigo 266 da Lei nº. 6.404/1976, que:

As relações entre as sociedades, a estrutura administrativa do grupo e a coordenação ou subordinação dos administradores das sociedades

filiadas serão estabelecidas na convenção do grupo, mas *cada sociedade conservará personalidade e patrimônios distintos.*

A ênfase à distinção de personalidades e patrimônios, conferida na parte final do referido dispositivo legal, se justifica sob o pálio de que, como já salientado, as sociedades integrantes de um *grupo de direito* acabam abrindo mão de sua individualidade estratégica e administrativa em prol do fim comum visado pelo grupo. A própria convenção do grupo poderia, assim, suscitar dúvidas acerca da distinção dos patrimônios de suas integrantes. Nesse sentido, valiosas são as palavras de José Luiz Bulhões Pedreira<sup>23</sup>, para quem:

A participação de sociedade em grupo, como controladora ou controlada, não modifica sua personalidade e patrimônio, e todas as sociedades do grupo continuam a ter personalidade e patrimônios distintos. Esse princípio consta expressamente no artigo 266 da LSA, no Capítulo XXI, relativo aos grupos de direito, nos quais a existência da convenção de grupo poderia ensejar dúvidas sobre a distinção de personalidade e patrimônios das sociedades.

Ao comentar o preceito em referência, José Waldecy Lucena<sup>24</sup> anota que:

Este dispositivo cumpre, de um modo até exagerado, a recomendação governamental, referida em comentários ao artigo anterior, de que certos institutos da Lei Acionária deviam ser redigidos sem descer a minúcias, que podiam representar cerceamento da iniciativa empresária.

Com efeito, a norma dele constante defere a regulação das principais matérias, que conformam o regime jurídico dos grupos societários – como o são as relações entre as sociedades, a estrutura administrativa do grupo

---

<sup>23</sup> PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Grupo de sociedades. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. 2, p. 1.935-1.936.

<sup>24</sup> LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 1.008-1.009.



e a coordenação ou subordinação dos administradores das sociedades filiadas – à convenção grupal, ou seja, ao arbítrio dos controladores da sociedade de comando, os quais, quando da constituição do grupo, disciplinarão aqueles temas a seu líbido (*jus dispositivum*), apenas obedecendo à determinação de que cada sociedade conservará personalidade e patrimônios distintos.

Fran Martins<sup>25</sup>, por seu turno, se vale das seguintes palavras:

Declara a lei que, qualquer que seja a regulamentação dada à estrutura do grupo, que basicamente será contida na convenção, deverá ficar sempre reconhecido que cada sociedade conservará sua personalidade e que os patrimônios dessas sociedades serão distintos dos patrimônios das demais.

Em primeiro lugar, reconhece-se que o grupo não constitui uma pessoa jurídica, apesar de ter características próprias e de agir como uma unidade diversa das sociedades que o compõem<sup>26</sup>.

---

<sup>25</sup> MARTINS, Fran. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 1.114.

<sup>26</sup> Na sequência, o referido comercialista prossegue o seu raciocínio da seguinte forma: “A estrutura a ser dada ao grupo designa-se, na verdade, uma administração grupal, a que cabe, em princípio, tomar as deliberações de ordem geral; não se trata, contudo, de uma pessoa moral, mas de simples caso de representação do conjunto das sociedades que constituem o grupo, inclusive a sociedade de comando. Daí não contribuírem as sociedades, de comando e filiadas, para a constituição de um patrimônio para o grupo, diverso do patrimônio de cada sociedade; na realidade, esses patrimônios individuais são conservados, mas a administração do grupo dispõe do poderio econômico que representam os patrimônios de todas as sociedades, caso a convenção do grupo estabeleça que a representação das sociedades, perante terceiros, caberá aos administradores do grupo. Em tais condições, o grupo não conta com um patrimônio próprio e, conseqüentemente, não possui personalidade jurídica, se bem que possa ter administradores e mesmo cargos de direção a serem ocupados por pessoas que praticarão atos como se representassem uma pessoa jurídica, que seria o grupo, formado com a participação de todas as sociedades filiadas. Conseqüentemente, as sociedades pertencentes ao grupo continuam a possuir personalidade jurídica e patrimônios próprios. Isso significa que, apesar de estarem sob um comando comum, as sociedades do grupo se mantêm como individualidades reconhecidas por lei, com nome, domicílio e patrimônios particulares. Não haverá, contudo, em tais sociedades uma ampla liberdade de ação, visto estarem elas ligadas entre si por uma convenção que cria obrigações para todas. Por sua vez, se bem que tenham autonomia patrimonial, a supervisão da sociedade de comando e os interesses do grupo interferem nessa autonomia, ficando

No âmbito restrito das sociedades contratuais, ao discorrer sobre o teor do artigo 1.097 do Código Civil, que inaugura do Capítulo VIII, do Subtítulo II, do Título II, do Livro II, referente às sociedades coligadas, Modesto Carvalhosa<sup>27</sup> assim enfatiza:

[...] no trato da matéria pelo Código Civil de 2002 o pressuposto legal é o de que haja uma integridade individual dos patrimônios e da personalidade jurídica das sociedades vinculadas por participações acionárias verticais e horizontais, que, assim, terão obrigações e responsabilidades individuais perante terceiros, incomunicáveis, em princípio, às demais sociedades encadeadas no respectivo grupo empresarial.

Na realidade, os autores do anteprojeto da LEI DAS S.A. optaram, consciente e expressamente, pela não previsão de solidariedade entre as sociedades componentes de um mesmo grupamento, sendo oportuno transcrever o respectivo trecho da exposição de motivos da Lei nº. 6.404/1976:

No artigo 267<sup>28</sup>, o Projeto absteve-se de criar a responsabilidade solidária presumida das sociedades do mesmo grupo, que continuam a ser [*sic*] patrimônios distintos, como unidades diversas de responsabilidade e

---

os patrimônios particulares das sociedades jungidos aos interesses do grupo e, em última análise, dependentes do que a sociedade de comando e os administradores do grupo resolverem a respeito da aplicação daqueles patrimônios particulares que, apesar de pertencerem às sociedades, ficam a depender dos interesses do grupo” (Ibid. p. 1.114-1.115). Mesmo nessa situação cogitada por Fran Martins – em que o *grupo de direito* prestigia ao máximo a regulamentação de seus próprios interesses, contemplando, inclusive, em sua convenção, regra que estabeleça que a representação das sociedades, perante terceiros, caberá aos administradores do grupo – tem-se que as sociedades integrantes do *grupo de direito* preservam personalidades jurídicas e patrimônios distintos. Em síntese, pode-se sustentar que, até no mais extremo dos cenários, prevalece a distinção entre as personalidades e os patrimônios das sociedades componentes de um mesmo grupo.

<sup>27</sup> CARVALHOSA, Modesto. Parte especial: do direito de empresa (artigos 1.052 a 1.195). In: AZEVEDO, Antônio Junqueira de (Coord.). *Comentários ao Código Civil*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 13, p. 420.

<sup>28</sup> Artigo 266, na versão sancionada da Lei nº. 6.404/1976.

risco, pois a experiência mostra que o credor, em geral, obtém a proteção dos seus direitos pela via contratual, e exigirá solidariedade quando o desejar. Ademais, tal solidariedade, se estabelecida em lei, transformaria as sociedades grupadas em departamentos da mesma sociedade, descaracterizando o grupo, na sua natureza de associação de sociedades com personalidade e patrimônio distintos.

Desse modo, em regra, não há solidariedade ativa ou passiva entre as sociedades integrantes de um mesmo grupo, seja ele de fato ou de direito, e cada sociedade responde apenas pelas obrigações que individualmente contrair.

Nos moldes do artigo 265 do Código Civil, a solidariedade não se presume e apenas resulta da lei ou da vontade das partes.

No que tange estritamente aos grupos societários, a solidariedade somente nasce por convenção das partes ou por disposição legal específica, como nos seguintes casos: (i) o artigo 30, inciso IX, da Lei nº. 8.212/1991, que prevê a solidariedade em relação às obrigações de natureza previdenciária assumidas por sociedades que integrem “grupo econômico de qualquer natureza”; (ii) o §2º do artigo 2º da Consolidação das Leis do Trabalho, que contempla a responsabilidade solidária, “para os efeitos da relação de emprego”, das sociedades “sob a direção, controle ou administração de outra, constituindo grupo industrial, comercial ou de qualquer outra atividade econômica”; e (iii) o artigo 33 da Lei nº. 12.529/2011, referente à responsabilidade solidária de sociedades “integrantes de grupo econômico, de fato ou de direito, quando pelo menos uma delas praticar infração à ordem econômica”<sup>29</sup>.

Contudo, a autonomia de personalidades jurídicas e, conseqüentemente, a autonomia patrimonial que marcam as sociedades integrantes de um mesmo grupo societário, de fato ou de direito, não são absolutas, na medida em que poderão ser afastadas

---

<sup>29</sup> Nesse sentido, cabe conferir: CAMPINHO, Sérgio. Op. cit. p. 316; e COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 524-525.

sempre que se constatar, em um determinado caso concreto, que a pessoa jurídica esta sendo manipulada para a consumação de fraudes ou de abusos de direito.

Com efeito, sempre que sociedade integrante de um grupo societário fizer mau uso da pessoa jurídica, protagonizando fraudes ou situações em que reste caracterizado o abuso, deverá o juiz desconsiderar a sua personalidade jurídica e afastar o princípio da autonomia patrimonial, prevendo que os efeitos de certas obrigações serão estendidos às demais integrantes do *grupo de fato* ou *de direito*, conforme o caso.

Ao tratar da relação estabelecida entre o princípio da autonomia patrimonial e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica, Fábio Ulhoa Coelho<sup>30</sup>, de modo muito oportuno, destaca que:

A teoria da desconsideração da pessoa jurídica, é necessário deixar bem claro esse aspecto, não é uma teoria *contra* a separação subjetiva entre a sociedade empresária e seus sócios. Muito ao contrário, ela visa preservar o instituto, em seus contornos fundamentais, diante da possibilidade de o desvirtuamento vir a comprometê-lo. Isto é, a inexistência de um critério de orientação, a partir do qual os julgadores pudessem reprimir fraudes e abusos perpetrados através da autonomia patrimonial, poderia eventualmente redundar no questionamento do próprio instituto, e não do seu uso indevido. Esse critério é fornecido pela teoria da desconsideração, que, assim, contribui para o aprimoramento da disciplina da pessoa jurídica.

A indisfarçável preocupação dos estudiosos do assunto diz respeito à reafirmação do princípio da autonomia. Os pressupostos da desconsideração são a pertinência, a validade e a importância das regras que limitam, ao montante investido, a responsabilidade dos sócios por eventuais perdas nos insucessos da empresa, regras que, derivadas do princípio da autonomia patrimonial, servem de estimuladoras da exploração de atividades econômicas, com o cálculo do risco. [...]

Em virtude de sua importância fundamental para a economia capitalista, o princípio da personalização das

---

<sup>30</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 60-62.

sociedades empresárias, e sua repercussão quanto à limitação da responsabilidade patrimonial dos sócios, não pode ser descartado na disciplina da atividade econômica. Em consequência, a desconsideração deve ter necessariamente natureza excepcional, episódica, e não pode servir ao questionamento da subjetividade própria da sociedade. [...] Quer dizer, não se justifica o afastamento da autonomia da pessoa jurídica apenas porque um credor não pôde satisfazer o crédito que titulariza. É indispensável tenha havido indevida utilização, a deturpação do instituto.

A percepção dessa nuance distingue a aplicação correta da teoria da desconsideração (subitem 2.2) da incorreta (item 3).

Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro manifestam, de forma expressa, preocupação com a aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica ao caso específico de sociedades que compõem grupos societários. Esse anúncio é feito por José Waldecy Lucena<sup>31</sup>, nos seguintes termos:

E tem sido apontada a doutrina da desconsideração da pessoa jurídica como um dos meios a que podem os Tribunais recorrer, para, diante do ato lesivo perpetrado por uma das sociedades filiadas, desconsiderar as personalidades jurídicas de todas elas, respondendo então os seus patrimônios, como se um só fosse, pela reparação devida ao prejudicado.

Comentando parecer de Rubens Requião, em que este predicava que a autonomia decorrente da personificação não é absoluta, devendo ceder diante da realidade concreta dos fatos, como no caso em que o grupo societário valeu-se dessa autonomia para obter vantagens, em suas relações com acionistas e terceiros, ponderam Lacerda Teixeira e Tavares Guerreiro que a aplicação da teoria da desconsideração somente tem cabimento em casos extremos, para obviar hipóteses flagrantes de fraude, efetivamente comprovadas, uma vez que a intenção declarada da lei foi a de não presumir a responsabilidade solidária das sociedades do mesmo grupo. E concluem que as portas estão abertas à construção jurisprudencial, nesse particular, mas

---

<sup>31</sup> LUCENA, José Waldecy. Op. cit. p. 1.011-1.013.

reiterando que a matéria é polêmica, exigindo cautela e equidade da parte dos julgadores.

Semelhante receio é apresentado por Gustavo Tepedino, Heloisa Helena Barboza e Maria Celina Bodin de Moraes<sup>32</sup>, em comentário feito ao artigo 1.097 do Código Civil:

Verificada a fraude, admite-se o reconhecimento da unidade (que se verifica, a princípio, apenas na seara econômica) também no âmbito jurídico, a permitir a desconsideração do princípio da autonomia jurídica e a adequada vinculação dos responsáveis (e de seus respectivos patrimônios) aos ilícitos cometidos.

A título exemplificativo, tome-se o caso da sociedade que contrata o uso de marca ou patente, comprometendo-se a pagar ao titular da propriedade industrial, a título de *royalties*, 5% sobre o montante total da venda dos produtos correlacionados com esses direitos. Em seguida, esta sociedade constitui uma controlada e celebra com ela a compra e venda dessas mercadorias, por preço bem inferior ao de mercado, esvaziando assim a remuneração convencionada em favor de quem lhe concedeu os direitos sobre a marca ou patente. Semelhante mecanismo, flagrantemente abusivo, não pode prevalecer frente aos legítimos interesses do titular da propriedade industrial, que poderá exigir a correção do abuso pela desconsideração da autonomia jurídica existente entre as duas sociedades, com fundamento no princípio da unidade econômica entre elas. [...]

Critica-se, por outro lado, o emprego pela jurisprudência do instituto da desconsideração, aplicando-o sem observância aos requisitos legais, a produzir, em última análise, “desastrosa violação da atividade privada, a incentivar a formulação de sofisticados mecanismos societários que, à guisa de blindarem os sócios, acabam por dificultar o controle social e abrir caminho para fraudes de difícil reparação”. Há que se rejeitar, portanto, “generalização desmedida da desconsideração da personalidade jurídica, fazendo-se tábula rasa da autonomia

---

<sup>32</sup> TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de (Coord.). *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. v. 3, p. 285-286.

patrimonial da pessoa jurídica. (...) Afinal, a banalização da desconsideração da pessoa jurídica, autorizada, nos termos do art. 50 do CC para situações excepcionais e condicionada a requisitos legais bem precisos, ou seja, o abuso da personalidade ou a fraude, prejudica todos aqueles que, como o consumidor e os trabalhadores, dependem da eficiência e da estabilidade da atividade econômica privada” (Gustavo Tepedino, “Perigos”, p. iv-v).

Feitas essas considerações, pode-se afirmar, com segurança, que a circunstância de uma determinada sociedade integrar um *grupo de fato*, por si só, não faz, em absoluto, com que ela se torne responsável (quer de forma solidária, quer de forma subsidiária) por dívidas de outras sociedades que compõem o referido *grupo de fato*, salvo naquelas exceções expressamente previstas em lei. Eventual responsabilidade apenas nasceria, cabe enfatizar, se o caso concreto demandasse (em decorrência da aferição de fraude ou abuso devidamente comprovados) a desconsideração da personalidade jurídica de uma sociedade e o conseqüente afastamento da autonomia patrimonial, rendendo ensejo à extensão, para as outras componentes do grupo, dos efeitos advindos da responsabilidade por determinadas dívidas. Não se pode, contudo, perder de vista que essa aferição e a conseqüente aplicação da teoria da desconsideração da personalidade jurídica devem se dar de modo criterioso e rigoroso, pois a autonomia de personalidade jurídica é a regra geral adotada no ordenamento jurídico brasileiro. Do contrário, a própria teoria da desconsideração restará banalizada e desvirtuada de sua essência finalística.

### III – AS CONCLUSÕES

De forma sintética, podemos apresentar as seguintes conclusões:

- A CONSULENTE e as demais sociedades mencionadas no primeiro quesito apresentado não compõem um *grupo de direito*,

na medida em que não têm uma relação de controladora e controladas e muito menos celebraram qualquer convenção de grupo.

- À luz do Direito Societário brasileiro, os *grupos de fato* pressupõem a existência de sociedades que mantenham, entre si, relações de *coligação* ou de *controle*. A disciplina dos grupos societários, consagrada na Lei nº. 6.404/1976 (LEI DAS S.A.) e no Código Civil, evidencia que o reconhecimento e a caracterização de um *grupo de fato* passam ao largo da análise da ocupação de cargos de administração ou de procurador.

- Ademais, como os *grupos de fato* traduzem autênticos organismos vivos, sujeitos a uma constante mutação, tem-se que o seu reconhecimento deve necessariamente ser feito à luz do caso concreto, levando-se em consideração o quadro fático que naquele momento específico se apresenta para aferição. Os cenários e as composições societárias anteriores apenas deverão ser resgatados e considerados se for constatado e comprovado que, em um determinado caso concreto, houve a alteração de posições societárias com o escopo exclusivo de descaracterizar um *grupo de fato*.

- A CONSULENTE não integra *grupo de fato* composto pelas demais sociedades mencionadas no primeiro quesito apresentado, na medida em que ela – a CONSULENTE – não titulariza uma única quota do capital social de quaisquer das aludidas sociedades, as quais, por seu turno, são igualmente estranhas ao seu capital social, não havendo, portanto, qualquer relação de *coligação* ou *controle* entre a CONSULENTE e as referidas sociedades.

- As sociedades integrantes de um *grupo de fato* ou de direito conservam personalidades jurídicas e patrimônios próprios, não havendo, em regra, solidariedade ativa ou passiva entre elas. A mencionada solidariedade entre sociedades componentes de um



mesmo grupamento de fato ou de direito somente nasce por convenção das partes ou por disposição legal específica.

- A autonomia de personalidades jurídicas e, conseqüentemente, a autonomia patrimonial somente poderão ser afastadas se, em um determinado caso concreto, o juiz constatar que sociedade integrante de um determinado grupo societário fez mau uso da pessoa jurídica, protagonizando fraudes ou situações de abuso de direito. De todo modo, a aplicação da teoria da desconsideração deve ser feita de forma criteriosa pelos julgadores, sendo necessária a comprovação de fraude ou de abuso de direito e, ainda, a observância dos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa.

#### IV – AS RESPOSTAS AOS QUESITOS

1º QUESITO: À luz do Direito Societário brasileiro, há grupo de empresas entre as sociedades denominadas “A” LTDA., “B” LTDA., “C” LTDA., “D” LTDA., “E” LTDA., “F” LTDA., “G” LTDA. e “H” LTDA., caracterizando concentração empresarial?

Não. À luz do Direito Societário brasileiro não há entre a “A” LTDA. e as demais sociedades mencionadas no corpo do quesito *grupo de direito* ou *grupo de fato*.

Afasta-se a existência de *grupo de direito*, pois a CONSULENTE e as demais sociedades não têm uma relação de controladora e controladas e muito menos celebraram qualquer convenção que contemplasse a obrigação de combinarem recursos ou esforços para a realização dos respectivos objetos ou, ainda, a obrigação de participarem de atividades ou empreendimentos comuns.

A existência de *grupo de fato*, por seu turno, é afastada porquanto não há entre a CONSULENTE e as demais sociedades mencionadas qualquer relação de *coligação* ou *controle*, sendo certo que a CONSULENTE não titulariza uma quota sequer das referidas

sociedades, as quais, por sua vez, são igualmente estranhas ao seu capital social.

2º QUESITO: O fato de, em algum momento passado, um sócio, administrador ou procurador de uma determinada sociedade ter integrado o quadro social ou ter funcionado como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um grupo de empresas, é, por si só, o suficiente para se caracterizar que a primeira sociedade passou a integrar o mencionado grupo?

Como o quesito é formulado em tese e sem que haja qualquer menção à convenção de grupo, responderemos o mesmo sob a ótica dos *grupos de fato*.

A resposta é negativa. Os *grupos de fato* pressupõem a existência de sociedades que mantenham entre si relações de *coligação* ou *controle*. Considerando que o poder de controle é um poder de fato e, ainda, que as relações societárias são cada vez mais dinâmicas, pode-se afirmar que os *grupos de fato* traduzem autênticos organismos vivos. Justamente por isso, o seu reconhecimento deve necessariamente ser feito à luz do caso concreto, a partir quadro fático que, naquele momento específico, se apresenta para aferição.

Os cenários e as composições societárias do passado apenas deverão ser resgatados e considerados se for constatado e comprovado que houve a alteração de posições societárias com o exclusivo objetivo de descaracterizar um *grupo de fato*, o que passa ao largo do caso concreto que nos fora submetido à análise.

3º QUESITO: O fato de um administrador ou procurador de uma determinada sociedade funcionar como administrador ou procurador de uma outra sociedade, que faz parte de um grupo de empresas, é, por si só, o suficiente para se caracterizar que a primeira sociedade passou a integrar o mencionado grupo?

Como o quesito é formulado em tese e sem que haja qualquer menção à convenção de grupo, responderemos o mesmo sob a ótica dos *grupos de fato*.

A resposta é mais uma vez negativa. O critério consagrado no ordenamento jurídico brasileiro para o reconhecimento e a caracterização dos *grupos de fato* passa ao largo da análise da ocupação, por determinadas pessoas naturais, de cargos de administração ou de procurador, amparando-se, apenas, na existência de relações de *coligação* ou *controle* entre as sociedades.

4º QUESITO: O fato de uma determinada sociedade integrar um grupo de empresas, por si só, faz com que ela se torne responsável por dívidas de outras sociedades que compõem o referido grupo?

Não. As sociedades integrantes de um *grupo de fato* ou de *direito* conservam personalidades jurídicas e patrimônios próprios, não havendo, em regra, solidariedade ativa ou passiva entre elas. Com efeito, a solidariedade só nasce por convenção das partes ou por disposição legal específica.

A autonomia de personalidade jurídica e a autonomia patrimonial somente poderão ser afastadas se, à luz de um determinado caso concreto, o juiz constatar que sociedade integrante de um determinado grupo societário de fato ou de direito fez mau uso da pessoa jurídica, protagonizando fraudes ou situações de abuso de direito.

De todo modo, a aplicação da teoria da desconsideração deve ser feita de forma criteriosa e rigorosa, sendo essencial a comprovação de fraude ou de abuso de direito e, ainda, a observância dos princípios constitucionais do contraditório e da ampla defesa.

É o parecer, *s.m.j.*

Rio de Janeiro, 15 de maio de 2012.

SÉRGIO CAMPINHO

# CONSIDERAÇÕES SOBRE O PROBLEMA DA EXCLUSÃO DE SÓCIO DA SOCIEDADE LIMITADA POR JUSTA CAUSA<sup>1</sup>

## CONSIDERATIONS ON EXCLUSION OF PARTNERS OF LIMITED LIABILITY COMPANIES FOR MISBEHAVIOR

*Mauricio Moreira Menezes*

*Resumo:* este artigo versa sobre a evolução da disciplina normativa aplicável à exclusão de sócio da sociedade limitada, por decisão dos demais sócios, baseada em justa causa. Para esse efeito, são examinados aspectos históricos da experiência estrangeira na matéria, assim como do direito vigente no Brasil até a edição do Código Civil de 2002. Subsequentemente, analisa-se a solução proposta pelo Código Civil de 2002, comparativamente à disciplina que o precedeu, apresentando-se, ao final, opinião crítica sobre as regras em vigor na atualidade.

*Palavras-chave:* Direito Societário. Sociedade Limitada. Exclusão de sócio.

*Abstract:* this article analyzes the evolution of the legal rules on exclusion of partners from limited liability companies by decision of the other partners, due to misbehavior. For this purpose, historical aspects of the experience in other countries are being examined along with the legal rules in effect in Brazil until enactment of the present Civil Code of 2002, followed by analysis of the solution brought by the 2002 Code in comparison to the rules of the previous 1916 Civil Code. The article concludes with a critical opinion on the current legal framework.

*Keywords:* Corporate Law. Limited Society. Partner exclusion.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 16.11.2014 e aceito em 09.12.2014.

*Sumário:* Introdução. 1. Questão de ordem: crise no contrato de sociedade e resolução da sociedade em relação a um sócio. 2. Dissolução parcial de sociedade: críticas à expressão. 3. Exclusão de sócio: breves anotações sobre a experiência estrangeira. 4. A disciplina da exclusão no período anterior ao Código Civil de 2002. 5. Regras de exclusão de sócio no Código Civil de 2002. 6. Exclusão de sócio e ponderação de interesses. 7. Conclusões.

## **Introdução.**

A exclusão de sócio representa um dos mais graves problemas da vida em sociedade. Sem dúvida, corresponde ao auge da crise da relação entre sócios. Recorre-se a essa solução em casos extremos, nas quais a deterioração do convívio societário provoca (ou pode vir a provocar) a frustração das expectativas alimentadas reciprocamente entre os sócios e a contrariedade de interesses legítimos, além de impactos adversos no exercício da empresa.

Não se tratam das hipóteses em que a exclusão ocorre de “pleno direito”, por força de uma situação jurídica, como a falência do sócio (art. 1.030, parágrafo único, do Código Civil), mas sim quando a exclusão é desejada e deliberada pelos demais sócios, que a aplicam como sanção, independentemente da intervenção judicial.

Por consequência, estudar e revisitar o tema é tarefa que se impõe ao estudioso e ao profissional que lida com o Direito Societário, dada a amplitude de seus efeitos, que efetivamente

transbordam a esfera patrimonial e pessoal dos sócios, alcançando a sociedade empresária e os chamados *stakeholders*<sup>2</sup>.

A acurada interpretação da solução jurídica hoje vigente no Brasil recomenda o exame do histórico da disciplina e sua respectiva motivação, de tal modo a organizar o aprendizado conquistado a partir de décadas de experiência, aqui se incluindo a forense e suas reflexões no pensamento acadêmico.

O objetivo deste artigo é exatamente direcionar tal interpretação segundo os ditames da equidade, da ética e da eficiência.

## **1. Questão de ordem: crise no contrato de sociedade e resolução da sociedade em relação a um sócio.**

Na feliz expressão de Jorge Lobo, os abalos produzidos na *affectio societatis* levam a relação societária ao estado de crise, que, atualmente, em face dos avanços doutrinários, jurisprudenciais e

---

<sup>2</sup> A respeito do conceito de *stakeholder*, leiam-se a seguir as palavras de Max B. E. Clarkson, professor da Universidade de Toronto, introduzindo a discussão em obra coletiva da qual participou como coordenador e coautor: “The use of the term ‘stakeholder’ has become widespread relatively recently in the literature of management and corporate governance. In 1984 Freeman’s ‘Strategic Management: Approach’ was published (...) A ‘stake’ can be defined as something of value, some form of capital, human, physical, or financial, that is at risk, either voluntarily or involuntarily. Stakeholders in a corporation are those persons or interests that have a stake, something to gain or lose as a result of its activities. Voluntary stakeholders are those who have chosen to take a stake and bear some form of risk in anticipation of some form of gain or increase in value, whether as a shareholder or investor, an employee, customer or supplier. Involuntary stakeholders are those that are, or may be, exposed unknowingly to risk and thus be armed, or benefitted, as a consequence of the corporation’s activities. Their stakes are not assumed willingly, but are consequential on the activities of others. Involuntary stakeholders, including governments, communities and the environment, are particularly subject to the risks and consequences of the failure of corporations to internalize all their costs. The heavy burden of costs that have been externalized becomes clearly evident when pollution, destruction or death are consequences of corporation’s operations and activities.” (CLARKSON, Max B. E. Introduction. In: *The Corporation and its Stakeholders: classic and contemporary readings*. Toronto: University of Toronto Press, 1998. p. 2).

legais, podem levar à retirada ou exclusão do sócio, em certos casos, ou ao pagamento dos haveres do sócio falecido a seus sucessores, ou, ainda, podem os interessados optar pela reestruturação societária ou a alienação de controle, mantendo-se viva a sociedade, sempre que possível, à luz dos princípios da função socioeconômica da empresa e de sua preservação.

Esses abalos podem ter diversificadas origens: discordância de um dos sócios relativamente aos rumos dos negócios sociais, ditado por um sócio ou um grupo de sócios; inadimplemento de um dos sócios ou quebra do “dever geral de colaboração”; morte do sócio, com a recusa dos remanescentes em receber na sociedade os herdeiros do falecido; enfim, mera desinteligência entre sócios, com a inviabilidade de continuação da relação.

Sob a vigência do Código Comercial de 1850, essas situações eram solucionadas de modo drástico, com o amargo remédio da dissolução da sociedade, visando sua liquidação (ultimação dos negócios pendentes, realização do ativo, pagamento do passivo e distribuição entre sócios do acervo remanescente) e posterior extinção. Logo, o art. 335, daquele Código, previa a dissolução de pleno direito da sociedade: (i) pela morte de um dos sócios (nº 4, do art. 335), salvo cláusula contratual em contrário; (ii) pela vontade imotivada de um dos sócios, nas sociedades contratadas por prazo indeterminado (nº 5, do art. 335), regra que logo passou a ser flexibilizada pela doutrina e jurisprudência, com reflexo posterior no Anteprojeto de Código Civil elaborado por Clóvis Beviláqua e nos arts. 1.404 a 1.406, do Código Civil de 1916.

Por sua vez, o art. 336 do Código Comercial previa a possibilidade de dissolução judicial, em determinados casos específicos, valendo citar, para os efeitos deste artigo, os seguintes: (i) inabilidade de algum dos sócios, ou incapacidade moral ou civil, julgada por sentença (nº 2, art. 336); (ii) abuso, prevaricação, violação, falta de cumprimento das obrigações sociais ou fuga de algum dos sócios (nº 3, art. 336).

A dissolução era, portanto, justificável pelos valores (individualistas) e pelo conceito de *affectio societatis* aceito pela doutrina daquela época.

Os altos interesses socioeconômicos que as empresas passaram a fomentar deram origem ao princípio da preservação, que sucessivamente foi sendo recebido pela doutrina e pelos Tribunais e pelas legislações europeias. Uma nova corrente se formou, de início, para resguardar a continuação da empresa sob os domínios daqueles que demonstrassem a estar conduzindo adequadamente, não obstante os desvios praticados por um dos sócios.

Daí relatam os autores que, ainda no Século XIX, diversos sistemas europeus passaram a admitir a exclusão de sócio, em substituição à dissolução e liquidação da sociedade, evitando-se, pois, sua extinção em razão da perda da *affectio societatis*.

Na doutrina brasileira, a interpretação do Código Comercial teve duas orientações divergentes: a primeira do professor Waldemar Ferreira, que via os arts. 335 e 336 como preceitos de ordem pública e de observância inafastável, e a segunda de Trajano de Miranda Valverde, que defendia a possibilidade de se estipular contratualmente cláusula de renúncia ao direito de dissolver a sociedade. Por força dessa cláusula, a falência, incapacidade superveniente, morte, vontade unilateral de um dos sócios (esta última nas sociedades de prazo indeterminado) ou a ocorrência de atos respeitantes a um dos sócios e motivadores da dissolução, determinaria exclusivamente a apuração dos haveres do sócio falido, incapaz, morto ou que se retirava.

A tese de Valverde prevaleceu e foi acolhida pela maioria da doutrina e pelos Tribunais, nestes se incluindo o Supremo Tribunal Federal, em reiterados julgados proferidos a partir de meados do século passado. Nascia, no direito brasileiro, o atípico instituto da dissolução parcial de sociedade. O direito à dissolução não era mais absoluto e estava subordinado às imposições do contrato social.

A partir da formação dessa jurisprudência, a expressão dissolução parcial de sociedade tem sido alvo de autorizadas críticas.



## 2. Dissolução parcial de sociedade: críticas à expressão.

Não existe no ordenamento jurídico brasileiro um procedimento especial de dissolução parcial da sociedade, embora uma breve pesquisa forense seja suficiente para demonstrar a elevada quantidade de ações de dissolução parcial de sociedade ajuizadas anualmente perante os diversos Tribunais.

Logo, o procedimento em tela corresponde à resolução do contrato relativamente a um sócio (ou a um grupo de sócios), que pode ser realizada judicialmente ou, em certas hipóteses, extrajudicialmente, vindo amplamente regulada pelo Código Civil.

Transcreva-se sobre o tema passagem de monografia especializada do professor Hernani Estrella, na qual o catedrático expunha a impropriedade de se denominar como dissolução parcial a aplicação de cláusula contratual que justamente objetiva afastar o efeito dissolutório:

Inexato se nos afigura, pois, assemelhar qualquer desses casos de afastamento de sócio (lato sensu) à dissolução, ainda que a esta se agregue o restritivo parcial (...) Entendemos que, se o pensamento e finalidade da cláusula em estudo é, precisamente, afastar a dissolução, substituindo-a por procedimento de todo em todo substancialmente diverso, identifica-los ou sequer assemelha-los é distorcer, de modo flagrante, a vontade que os signatários do pacto expressaram por forma assaz inequívoca (...) conforme argutamente observou UMBERTO NAVARRINI, é inconcebível a dissolução parcial de ente coletivo. Este ou se dissolve, para extinguir-se por completo, ou não (...) Assim, dissolução parcial não tem sentido, mesmo para afigurar a retirada de um membro da pessoa jurídica, porque esta, a despeito disso, continua tão viva e íntegra como antes. Não é mais feliz a expressão 'liquidação parcial', em substituição àquela outra, para afastar a ideia de desmembração da pessoa fictícia. O sócio que se retira, ou é excluído da sociedade, torna-se, apenas, credor dela pela importância de seus haveres; para a

verificação destes não se procede a nenhuma liquidação da sociedade.<sup>3</sup>

Em outro ponto de sua obra, o jurista concluía:

Bem que geralmente notada e, por vezes, claramente afirmada, nem sempre se estabeleceu, com a desejada nitidez, a diferença fundamental entre dissolução efetiva da sociedade e simples resilição parcial do contrato. Dessa imprecisão conceitual resulta o emprego frequente, tanto entre os autores, como nos tribunais, do qualificativo dissolução parcial, para designar a hipótese de simples afastamento de sócio com a sobrevivência da sociedade. O fato pode explicar-se, menos por falta e acuidade de quantos – tratadistas eminentíssimos – têm versado o assunto, do que pela força do antecedente histórico, comum aos dois institutos. Realmente, não há negar a íntima correlação, entre eles existente, pois o segundo (resilição parcial do contrato) se formou à ilharga do primeiro, como uma forma particular ou subsespécie de dissolução (...) Por isso, embora já não viesse a entidade a extinguir-se, por tal ocorrência, mesmo assim o desligamento do sócio continuava a equiparar-se, a seu respeito, como se dissolução fora.<sup>4</sup>

Ao lado da natureza contraditória dos eventos dissolução e resolução parcial do contrato, a crítica do professor Hernani Estrella justificava-se pelos efeitos equivocados provocados pelo acolhimento da dissolução parcial, nomeadamente pelo procedimento a ser observado no pagamento do sócio que se retirava, porquanto, segundo o acadêmico, na resolução parcial dever-se-ia apurar os haveres desse sócio na sociedade e não dar início a uma liquidação do patrimônio social, como vinha sendo realizado em reiteradas ocasiões, inclusive no bojo de processos judiciais...

---

<sup>3</sup> ESTRELLA, Hernani. *Apuração dos Haveres de Sócio*. 1ª ed. Rio de Janeiro: José Konfino (Editor), 1960. p. 95 et seq.

<sup>4</sup> Id, Ibid.

Essa crítica permaneceu intensa por décadas, dada a atrofia da jurisprudência brasileira nesse tema, incluindo-se aquela do Superior Tribunal de Justiça, que, em julgamento realizado pela Terceira Turma no ano de 2002, decidiu pela convalidação da apuração de haveres em uma espécie de liquidação de sociedade:

Dissolução parcial de sociedade por quotas. Nomeação de liquidante. Precedentes. 1. Esta Terceira Turma tem reiterados precedentes no sentido de que na "dissolução de sociedade de responsabilidade limitada, a apuração de haveres, no caso de sócio retirante ou pré-morto, ou ainda por motivo da quebra da *affectio societatis*, há de fazer-se como de dissolução total se tratasse posto que, segundo a jurisprudência do STJ, essa linha de entendimento tem por escopo preservar o quantum devido ao sócio retirante, que deve ser medido com justiça, evitando-se, de outro modo, o locupletamento indevido da sociedade ou sócios remanescentes em detrimento dos retirantes" (REsp. nº 38.160/SP, Relator o Senhor Ministro Waldemar Zveiter, DJ de 13/12/93). Com isso, a nomeação de liquidante, diante das circunstâncias de fato do caso, para supervisionar e fiscalizar o processo, sem a representação legal da sociedade, não agride nenhum dispositivo de lei federal. 2. Recurso especial conhecido, mas desprovido.<sup>5</sup>

Mais tarde, o Superior Tribunal de Justiça reviu seu entendimento, valendo mencionar a decisão proferida por ocasião do julgamento do REsp. 242.603, relatado pelo Ministro Luis Felipe Salomão, cuja ementa é adiante reproduzida:

Comercial e processual civil. Dissolução parcial de sociedade. Alegada violação ao artigo 535 do CPC. Não-ocorrência. Nomeação de liquidante. Descabimento. Procedimento de apuração de haveres. Indicação de técnico pelo juízo para realização de

---

<sup>5</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 315.915/SP. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Terceira Turma. Brasília, DJ de 4 fev. 2002.

perícia contábil. Pedido genérico de condenação em honorários advocatícios. Possibilidade. Existência de interesse recursal para majorar o quantum fixado pela sentença. Dissídio jurisprudencial. Rateio das custas e honorários em procedimento de dissolução parcial de sociedade. Precedentes desta corte que admitem a aplicação do princípio da sucumbência. Incidência da Súmula 83/STJ.

1. Não se observa negativa de prestação jurisdicional quando a Corte local se manifesta acerca de todas as questões relevantes para a solução da controvérsia. Ausência de violação ao artigo 535 do Código de Processo Civil.

2. A dissolução parcial de sociedade, com a retirada de um dos sócios, não prevê procedimento de liquidação, incompatível com o objetivo de preservação da atividade empresarial, sendo cabível a indicação de perito contábil, pelo juízo, para apuração dos haveres do sócio excluído.

3. O interesse recursal subsiste mesmo na hipótese de pedido genérico de honorários advocatícios, visto que não é possível quantificar previamente o valor da condenação a ser fixada pelo magistrado.

4. Conforme precedentes desta Corte, comprovada a resistência dos réus em promover a dissolução extrajudicial da sociedade, forçando o autor a ingressar em juízo, incide a regra contida no art. 20 do CPC, com a sucumbência da parte vencida.

5. Recurso especial não conhecido.<sup>6</sup>

Leia-se a seguir importante trecho do voto do Ministro relator, que vai ao encontro da posição defendida anos atrás por Hernani Estrella:

(...) No primeiro caso, faz-se necessária a nomeação de liquidante que contará com diversos poderes para gerir o patrimônio social e regularizar a situação da sociedade que se pretende dissolver.

---

<sup>6</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 242.603/SC. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Quarta Turma. Brasília, DJ de 18 dez. 2008.

A dissolução parcial, entretanto, apesar da contradição que encerra a denominação, cuida de hipótese distinta, na medida em que não se pretende a liquidação da sociedade, mas, tão-somente, a apuração dos haveres do sócio excluído, a fim que retire sua justa parte do patrimônio social. Para tanto, basta o procedimento ordinário de liquidação e cumprimento da sentença, quando o magistrado indicará técnico habilitado à realização de perícia contábil na sociedade, a fim de que determine a quota-parte devida ao ex-sócio.

Com efeito, o cargo de liquidante judicial não se compatibiliza com o procedimento de dissolução parcial e seu objetivo primordial de preservação da sociedade. Em verdade, afasta-se da ideia de perito contábil para se aproximar da figura do síndico que administra os bens e interesses da massa falida.<sup>7</sup>

Logo, pondere-se que, tanto na retirada quanto na exclusão de sócio, deve-se proceder à avaliação da sociedade, com base no valor patrimonial (regra geral prevista em lei, nos termos do art. 1031, do Código Civil e do art. 45, § 1º, da Lei nº 6.404/76) ou segundo os critérios estipulados contratualmente, para que, então, se calcule a quantia que é devida ao sócio que se retirou ou foi excluído, na proporção de sua participação no capital social.

Por outro lado, nada impede que os sócios fixem critérios distintos para uma e outra situação (retirada e exclusão), bem como determinem diferentes formas de pagamento (à vista ou a prazo).

Nessa linha de raciocínio, observe-se que a avaliação societária conta com métodos diversificados e tendentes a aproximar a sociedade de seu valor econômico, levando em consideração, dentre variados critérios, as perspectivas de rentabilidade. À vista de sua relevância, a avaliação de sociedades integra atualmente grades curriculares de cursos acadêmicos, incluindo-se cursos de pós-graduação em Direito.

---

<sup>7</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 242.603/SC. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Quarta Turma. Brasília, DJ de 18 dez. 2008.

Com efeito, a avaliação de sociedades é tema que vem cada vez mais despertando a atenção dos juristas, tanto no sistema anglo-saxão, quanto no sistema romano-germânico. Isso porque, muito embora seja tarefa executada por financistas, advogados e juízes devem dominar noções básicas da disciplina, a fim de defender interesses e solucionar adequadamente conflitos que surjam em decorrência da avaliação. Confira-se a esse respeito as palavras dos professores norte-americanos Lawrence E. Mitchell, Lawrence A. Cunningham e Lewis D. Solomon:

(...) to the lawyer as well, valuation principles have a great significance. On the most fundamental level, the lawyer who helps to plan and implement corporate investment and financial policy must thoroughly understand the interests of her client in order to be able to structure a transaction and negotiate and draft the necessary papers (...) Furthermore, valuation lies at the heart of a number of legal proceedings as diverse as appraisals, corporate dissolutions, liquidations and reorganizations, distributional disputes among stockholders, estate and gift tax matters, and even divorce proceedings.<sup>8</sup>

Pelo que acima se disse, parece coerente e acertado o pensamento de Hernani Estrella, no que concerne à impropriedade do termo dissolução parcial. Não obstante, registre-se que a expressão dissolução parcial de sociedade vem sendo empregada até hoje como um jargão jurídico, para identificar os casos em que o vínculo societário deveria ser, em tese, dissolvido, mas não o é, pelos mais variados motivos, seja pela perda da *affectio societatis* (com a retirada ou exclusão de sócio por justa causa, como adiante se

---

<sup>8</sup> MITCHELL, Lawrence E.; CUNNINGHAM, Lawrence A.; SOLOMON, Lewis D. *Corporate Finance and Governance*. Durham, North Carolina: Carolina Academic Press, 1996. p. 141. Ainda sobre a avaliação societária, vale conferir o lúcido parecer de Luiz Gastão Paes de Barros Leães (Os conceitos de “EBTIDA”, “BRAZILIAN GAAP” e “JUROS SELIC”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 128, p. 263-275, out./dez., 2002).

comentará), a morte, falência ou incapacidade superveniente de sócio ou por conta da liquidação de sua cota por dívida particular. A manutenção parcial do vínculo societário funda-se, pois, tanto em uma questão axiológica (função socioeconômica da empresa e sua preservação), quanto pela possibilidade técnica de dar continuidade ao contrato de sociedade, à vista de sua plurilateralidade.

Curiosamente, o Código Civil italiano de 1942 tende a acolher a expressão dissolução parcial, reservando uma seção inteira para disciplinar a dissolução da relação social limitadamente a um sócio (“Dello scioglimento del rapporto sociale limitatamente a um sócio”), prevendo, no art. 2284 o caso de morte de sócio, no art. 2285 o recesso de sócio e nos arts. 2286 e ss. a exclusão de sócio.

O Código Civil brasileiro não acolheu a expressão dissolução parcial, preferindo a esta a resolução da sociedade em relação a um sócio (Seção V, do Capítulo I, do Subtítulo II, do Título II, do Livro de Direito da Empresa). Com exceção a esse detalhe técnico, a sistematicidade do referido Código é nitidamente inspirada no diploma italiano, dispondo sucessivamente sobre os eventos morte, recesso e exclusão de sócio como causas de resolução parcial do vínculo societário.

Em diversas passagens, o Código Civil emprega, de modo infeliz, as palavras “liquidação de quota” (por exemplo, arts. 1.026, parágrafo único, 1.028, caput, 1.030, parágrafo único, 1.031, 1.043), dando a falsa ideia de instauração do procedimento de liquidação, que nada tem a ver com a noção de apuração de haveres, ou de reembolso de capital.

Dentre as causas de resolução da sociedade com relação a um sócio, a exclusão de sócio corresponde ao problema central deste estudo, por encerrar uma das mais sensíveis questões de Direito Societário.

### 3. Exclusão de sócio: breves anotações sobre a experiência estrangeira.

O tema da exclusão de sócio tem origem no Direito Civil, muito embora sua aplicação tenha se voltado para as antigas sociedades comerciais. A doutrina aponta o Código prussiano, de 1794, como primeiro diploma da Idade Moderna a admitir a exclusão de sócio, ao qual se seguiu o Código Civil austríaco de 1811, ressaltando que, em ambos, a exclusão era admitida independentemente de previsão contratual, em caso de grave inadimplência e alteração no estado do sócio.

O Direito germânico trouxe relevante contribuição para a matéria. Inicialmente, a exclusão de sócio foi posta em prática pela inserção nos contratos sociais de cláusula substitutiva da dissolução, cuja validade passou com sucesso pelo crivo dos tribunais alemães. Posteriormente, o Código Comercial alemão (*Handelsgesetzbuch* – HGB, de 1896, que entrou em vigor juntamente com o BGB, em 1º de janeiro de 1900), em seu § 140, disciplinou a exclusão judicial de sócio, ainda que sem previsão contratual, como alternativa ao pedido fundado no § 133, que, por sua vez, tratou da dissolução da sociedade por iniciativa do sócio, por expiração de seu prazo, por infração ou negligência grave no cumprimento de obrigação atribuível a um dos sócios em face do contrato ou quando sua prestação fosse impossível por fatores supervenientes. Vale notar que o BGB, por sua vez, não silenciou sobre o tema, admitindo a possibilidade de exclusão, desde que o contrato assim previsse, nos termos do § 736<sup>9</sup>.

Do ponto de vista legislativo, o Direito espanhol antecipou-se ao Direito alemão, dispondo sobre a exclusão de sócio no Código

---

<sup>9</sup> Observe-se que o Código Comercial Comum alemão de 1861 (*Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* – ADHGB) já admitia a possibilidade de exclusão, sob influência da legislação prussiana e austríaca. Esse Código foi posteriormente adaptado ao BGB, sendo, por conta disso, substituído pelo HGB.



Comercial de 1829 (arts. 326 a 328) e no Código Comercial de 1865 (arts. 218 a 220).

Entretanto, a previsão da exclusão no Código de 1829 teve nítida influência alemã, como registra Rafael Garcia Villaverde, em sua prestigiosa tese de doutoramento:

El Código de comercio español de 1829, recibe probablemente influencia múltiple. En primer lugar, la francesa puede deducirse del vasto catálogo de causas de disolución de la sociedad que se recogen en los textos legales, al igual que en otros ordenamientos europeos que reciben su influencia. Parece, por otra parte, que la influencia germánica puede haber determinado la acogida, haciendo excepción a la línea mantenida por el Derecho francés, de la institución de la exclusión del socio<sup>10</sup>.

No Direito francês, a matéria relativa às sociedades encontrava-se no Código Civil napoleônico, face à omissão do Código Comercial. Naquela época, a legislação desconhecia da possibilidade de exclusão de sócio, razão pela qual a crise entre sócios, em virtude da extinção da *affectio societatis*, deveria ser resolvida com a grave medida da dissolução da sociedade. O art. 1865, do Código Civil francês de 1804, merece ser citado por ter sido fonte direta de inspiração do legislador brasileiro. O nº 5 daquele dispositivo continha regra semelhante àquela do art. 335, nº 5, do Código Comercial brasileiro de 1850, enunciando, como causa de dissolução da sociedade a “vontade, quando um deles, ou vários, expressam o desejo de não continuar na sociedade”<sup>11</sup>. Dentre os comentaristas do Código Civil francês, não se admitia a exclusão de

---

<sup>10</sup> VILLAVARDE, Rafael Garcia. *La Exclusion de Socios*. Madri: Montecorvo, 1977. p. 82.

<sup>11</sup> Como bem relata Rubens Requião, o art. 1869 complementava o art. 1865, nº 5, dispondo que a dissolução por vontade de um dos sócios só poderia ser operada nas sociedades de duração ilimitada e sua iniciativa deveria ser exercida com boa-fé e em ocasião oportuna. Esses dispositivos inspiraram a interpretação da doutrina brasileira acerca do alcance do art. 335, nº, do Código Comercial brasileiro.

sócio, vista como humilhante por diversos tratadistas, podendo ser citado Edmond Thaller<sup>12</sup> e Paul Pic<sup>13</sup>.

Anos mais tarde, a doutrina de Georges Ripert já admitia a possibilidade de exclusão de sócio, como alternativa à dissolução da sociedade, desde que no contrato houvesse cláusula permissiva, ressaltando o jurista que a jurisprudência considerava válida essa solução<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Sustentava o jurista que: “Mais on ne pourrait convenir que les associés auront, par une délibération commune, la faculté d’exclure l’un d’entre eux, en l’indemnisant de sa part. Cette mesure, assez humiliante pour celui qui en serait l’objet, est prévue dans les sociétés à capital variable du moment que les status l’ont prévue (art. 52, al. 2, l. 1897): par cela même, elle est interdite dans les autres. Le législateur, pour en reconnaître l’effet dans certains cas, a dû la repousser dans les sociétés ordinaires” (THALLER, Edmond. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. Paris: A. Rousseau, 1898. p. 212).

<sup>13</sup> Imprima-se a lição do professor francês: “Si la clause autorisant la retraite d’un associé doit être tenue pour absolument régulière, tout autre, à notre avis, serait la clause d’exclusion, portant que les associés auront le droit, par une délibération prise à la majorité simple, ou à une majorité spéciale, d’exclure l’un d’entre eux, l’indemnisant de sa part. Cette mesure humiliante peut être une nécessité dans les sociétés de secours mutuels, et généralement dans les associations poursuivant un but moral d’assistance ou de prévoyance mutuelle; mais, entre associés poursuivant un but lucratif, le contrôle moral réciproque qu’elle suppose serait injustifiable. Si l’un des associés s’est rendu moralement indigne de coopérer désormais à l’oeuvre sociale, ses coassociés n’auront qu’à demander la dissolution judiciaire pour justes motifs (art. 1871 C. civ.). La clause d’exclusion, il est vrai, peut être insérée dans les sociétés à capital variable, ou coopératives, qui participent de la nature des associations à base mutualiste (art. 52, al. 2, l. de 1867). Mais c’est par le contraire qu’il convient, selon nous, d’argumenter de cet article; aussi considérons-nous qu’une clause de ce genre, dans une société commerciale à capital fixe, devrait être tenue pour non écrite. La question est cependant très controversée. Une fraction importante de la doctrine et de la jurisprudence se prononce au contraire pour la validité de la clause d’exclusion (Cass, 10 avril 1854, S, 55.1.672; Caen, 11 avril 1927, D. P. 28.2.65 et note Lepargneur. Cf. Lyon-Caen, Renault et Amiaud, II n° 351, Baudry et Wahl, n° 460; Houpin et Bosvieux, n° 225).” (PIC, Paul. *Des Sociétés Commerciales*. Paris: Rousseau & Cie, Editeurs, 1940. p. 588-589).

<sup>14</sup> A opinião do autor, adiante transcrita, encontra-se registrada em seu clássico *Traité Élémentaire de Droit Commercial*: “Sin un associé manque à ses engagements, les autres peuvent-ils, au lieu de demander la dissolution de la société, demander seulement à la justice de prononcer l’exclusion de l’associé en faute? Cette possibilité d’exclusion est prévue dans certaines législations étrangères (art. 140 Co. allemand, art. 576 Code suisse des obligations, art. 186 C. co. italien) et la

No sistema italiano, a exclusão de sócio apresentou-se como instituto autônomo da dissolução no Código Comercial de 1865 (arts. 124 e 125) e no Código Comercial de 1882 (arts, 186, 187 e 191).

O Código Civil italiano de 1942 dispõe sobre a exclusão de sócio nos arts. 2286, 2287 e 2288, tratando, respectivamente, das causas de exclusão, do procedimento de exclusão e dos casos de exclusão de pleno direito.

Com efeito, dentre as variadas cláusulas de exclusão de sócio, elencadas pelo diploma italiano, a que exige comentários é aquela que permite a exclusão do sócio que tenha conferido seus próprios serviços à sociedade e que, posteriormente, tenha sido constatada sua inidoneidade na efetiva prestação daqueles serviços (art. 2286, 2ª alínea). Sobre esse ponto, a jurisprudência italiana se posicionou no sentido de distinguir tal causa de exclusão da hipótese de inadimplemento grave (“gravi inadempienze”, referida no art. 2286, 1ª alínea, tida pela doutrina como uma cláusula geral), considerando-a aferível objetivamente, independentemente da culpa do sócio. Nesse sentido, confira-se adiante ementa de acórdão proferido pela *Corte di Cassazione*:

L'ipotesi di esclusione dalla società prevista dal secondo comma dell'art. 2286 c.c., per la sopravvenuta inidoneità del socio che ha conferito la propria opera a svolgerla, presuppone la

---

jurisprudence l'admet dans les associations. Elle nous paraît inadmissible dans une société: le tribunal ne peut pas modifier la composition de la société et liquider la part de l'associé exclu. Une clause de l'acte de société pourrait-elle prévoir cette exclusion? La jurisprudence considère comme valable la clause permettant au tribunal de prononcer l'exclusion (Paris, 18 novembre 1893, Gaz. Pal., 1894. 1. 10; Caen, 2 avril 1927, D.P. 1928. 2. 65, note Lepargneur, J. Soc., 1928, p. 282). La doctrine est favorable à la clause d'exclusion par décision des associés au cas de faute, mais, dans ce cas, l'associé aurait un recours devant le tribunal (Civ. 10 avril 1854, D. 54. 1. 83, S. 55. 1. 672) et on ne saurait, à notre avis, supprimer ce recours. La clause d'exclusion suppose d'ailleurs une convention relative à la continuation de la société entre les autres associés. Voy. Lepargneur, L'exclusion d'un associé (J. Soc., 1928, p. 257)” (RIPERT, Georges. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. Paris: LGDJ, 1948. p. 274).

presença de causas objetivas que precludam em definitivo a prestação da obra pessoal do sócio e prescindem da colposidade do inadimplemento, que, em vez disso, caracteriza a hipótese de exclusão (por graves inadimplências das obrigações que decorrem da lei ou do contrato social) prevista no parágrafo anterior. Portanto, ao sócio que por sua culpa tenha apenas temporariamente omitido a prestação da própria obra pessoal na sociedade, a quem seja obrigado em conformidade com as normas estatutárias, aplica-se a disposição do primeiro parágrafo do artigo citado, e não a do segundo parágrafo, com a consequência de que ele pode ser excluído da sociedade caso seu inadimplemento, embora sem caráter de definitividade, resulte grave. (Cass. Civ., secc. I, 1º junho 1991, n. 6200, Pucci F. e outros c. Pucci Brothers s.n.c. e outros).<sup>15</sup>

Feitas essas observações, passa-se ao exame da exclusão de sócio no Direito brasileiro.

#### **4. A disciplina da exclusão no período anterior ao Código Civil de 2002.**

No sistema brasileiro, a primeira divergência significativa sobre a matéria de que se trata se deu quanto à interpretação do art. 339, do Código Comercial, que, para muitos (entre os quais Soares de Faria e Waldemar Ferreira) representava a faculdade de exclusão de sócio por justa causa<sup>16</sup>, enquanto que, para outros (cite-se Rubens

---

<sup>15</sup> In: *Il Codice Civile annotato con la giurisprudenza*. Casa Editrice La Tribuna, 2002. p. 2.171.

<sup>16</sup> O proficiente Rubens Requião, em pesquisa com a qual alçou a titularidade acadêmica, registra que a primeira referência à “justa causa” para exclusão de sócio no direito brasileiro se encontra no Esboço de Teixeira de Freitas: “Nesse monumento de nossa cultura, o grande civilista disciplinava-o no art. 3.219: ‘Ou a sociedade seja de tempo determinado ou indeterminado, nenhum dos sócios terá

Requião), configurava a despedida de sócio nos casos expressamente previstos em lei, nomeadamente nos casos de falência (art. 48, Lei de Falências), do sócio de indústria que se empregava em operação estranha à sociedade (art. 317, do Cód. Com.) e do sócio remisso (art. 289, Cód. Com.).

O Supremo Tribunal Federal chegou a acolher pedido de exclusão de sócio com base naquele dispositivo, como se lê da ementa adiante transcrita:

Sociedade comercial. Exclusão de sócio. Art. 339 do Código Comercial. Razoável é o entendimento de que a exclusão de sócio, por justa causa, nos termos do art. 339 do Código Comercial, sem previsão em cláusula contratual, e sem anuência do sócio, reclama solução judicial, pois equiparável à dissolução parcial da sociedade inter nolentes. Recurso extraordinário não conhecido.<sup>17</sup>

A doutrina brasileira majoritária, desde os tempos clássicos, pautou seu entendimento no sentido de que, para se excluir o sócio, seria necessário que houvesse deliberação da maioria nesse sentido, ao lado da previsão contratual permitindo a exclusão e da ocorrência de justa causa para legitimá-la (J.X. Carvalho de Mendonça, Waldemar Ferreira e Rubens Requião).

Egberto Lacerda Teixeira dissentiu daquela posição para defender a possibilidade de exclusão pela maioria,

---

direito para excluir qualquer dos outros, salvo: 1º Quando no contrato social se tiver estipulado a exclusão a arbítrio dos outros sócios, ou de algum deles, ou em casos previstos. 2º Quando para a exclusão houver justa causa'. O art. 3.058, nº 1, estipulava: 'Proíbe-se outrossim estipular, qualquer que seja a espécie de sociedade: 1º Que qualquer dos sócios não possa renunciá-la, ou ser excluído, havendo para isso justa causa'. (*Preservação da sociedade comercial pela exclusão do sócio*. p. 155).

<sup>17</sup> BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário nº 109.203/RJ. Relator: Min. Rafael Mayer. Primeira Turma. Brasília, 16 mai. 1986. Publicado no DJ de 06 jun. 1986, p. 9.939. Há igualmente decisão do Superior Tribunal de Justiça nesse sentido (REsp. nº 50543/SP, adiante transcrito na nota nº 20).

independentemente de cláusula contratual permissiva dessa medida, desde que viesse pautada em justa causa.

A construção de Lacerda Teixeira prevaleceu e, assim, autorizada doutrina vinha entendendo que a exclusão do sócio pode ser decidida pela maioria, independentemente dos termos do contrato social, quando houver causa para esta finalidade.

Sobre a implementação dessa exclusão, o Regulamento do Registro de Empresas Mercantis (Decreto nº 1.800/96) não foi tão longe, mas chegou a permitir a exclusão extrajudicial pela maioria<sup>18</sup>, desde que motivada e desde que o contrato social não contivesse cláusula restritiva a esse respeito (art. 54).

As Juntas Comerciais vinham, em geral, adotando essa orientação, que tem no trinômio “maioria - causa - contrato” o pressuposto de registro da alteração contratual na qual se decida pela expulsão de sócio. Particularmente com relação à causa, não cabia ao vogal da Junta Comercial apreciar a substância dos interesses em jogo<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Na doutrina, é controvertida a possibilidade de exclusão de sócio nas sociedades limitadas compostas por dois sócios, por aquele que não tem cotas representativas da maioria. Avelãs Nunes, após afirmar pela necessidade de deliberação pela maioria, analisa o caso em que a causa para a exclusão diz respeito à própria pessoa do sócio que se deseja excluir, concluindo sua exposição nos termos seguintes: “Nos casos em que o motivo de exclusão diga respeito à própria pessoa do sócio que se pretende excluir, por forma a poder afirmar-se que está impedido de votar na deliberação cujo objecto é a sua exclusão, em virtude de ter em tal assunto interesse imediatamente pessoal, individual, oposto ao da sociedade (art. 39, § 3º, das Leis das sociedades por quotas e Assento de 26.5.1961), nesses casos a deliberação social será válida, mesmo que tomada apenas pelo sócio que não dispõe da maioria do capital: ela é tomada, afinal, pela unanimidade dos votos que podem ser atendidos em tal deliberação”.

<sup>19</sup> Também nessa linha a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça: “Mandado de Segurança. Junta Comercial. Arquivamento de alteração. Sociedade por cotas de responsabilidade limitada. Precedentes. 1. A Junta Comercial não cuida de examinar eventual comportamento irregular de sócio, motivador de sua exclusão, devendo limitar-se ao exame das formalidades necessárias ao arquivamento. 2. A falta de assinatura de um dos sócios não impede o arquivamento, previsto, no caso, que as deliberações sociais são tomadas pelo voto da maioria. 3. O exame das cláusulas contratuais não tem espaço no especial, a teor da Súmula nº 05 da Corte. 4. Recurso

Ao lado disso, vale observar, quanto à exclusão de sócio promovida judicialmente, a existência de decisões do Superior Tribunal de Justiça admitindo a exclusão (pela maioria), inclusive pela mera quebra da “*affectio societatis*” e pela simples desinteligência entre os sócios<sup>20</sup>, muito embora não se pudesse considerar como pacífica esta orientação, em virtude da existência de decisões em sentido diverso<sup>21</sup>.

## **5. Regras de exclusão de sócio no Código Civil de 2002.**

O Código Civil trouxe substanciais alterações na matéria sob enfoque, especialmente com relação à exigência de “*justa causa*” em qualquer hipótese que se pretenda excluir um membro da sociedade.

Se por um lado esta orientação é criticável por desfavorecer o princípio da liberdade de associação (art. 5º, XX, C.F.), fundamento da “*affectio societatis*”, por outro percebe-se que a cláusula geral da “*justa causa*” permite a confrontação daquele valor com os princípios da boa-fé, do valor social do trabalho e da iniciativa econômica e

---

especial não conhecido.” (Recurso Especial nº 151838/PE. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Fonte: DJ de 08 out. 2001. p. 210).

<sup>20</sup> “Direito comercial. Sociedade por quotas de responsabilidade limitada. Exclusão de sócio por deliberação da maioria. Alteração do contrato social. Arquivamento. Precedentes. Recurso desacolhido. I – A desinteligência entre os sócios, no caso, foi suficiente para ensejar a exclusão de um deles por deliberação da maioria, sem necessidade de previsão contratual ou de decisão judicial, tendo a sentença disposto sobre os direitos do sócio afastado. II - O arquivamento dessa alteração contratual, sem que dela conste a assinatura do sócio dissidente, não viola o art. 15 do Del 3.708/1919 ou o art. 38-V da Lei 4.726/1965”. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 66530/SP. Relator: Min. Sálvio de Figueiredo Teixeira. Brasília, DJ de 02 fev. 1998, p. 109).

<sup>21</sup> “Sociedade comercial. Exclusão ou despedida de sócio. Supõe a existência de causa que justifique a despedida (Cod. Comercial, art. 339). Não pode a sociedade despedir o sócio à revelia, “sem qualquer oportunidade de defesa”. Falta de previsão contratual. Controle judicial do ato de dispensar os serviços de sócio. Recurso especial não conhecido” (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 50543/SP. Relator: Min. Nilson Naves. Brasília, DJ de 16 set. 1996, p. 33.738).

equilíbrio contratual, segundo fatores que concretamente surjam em eventual conflito de interesses.

De outra feita, o legislador perdeu a oportunidade de organizar sistematicamente tão grave matéria, que, pois, se encontra distribuída no Código em vários dispositivos, incluídos em distintas Seções, que se complementam, mediante variadas remissões, exigindo do intérprete esforço que se poderia evitar.

Com efeito, o Código trata primeiramente dos casos de exclusão de sócio das sociedades simples, no art. 1.030, que por sua vez faz remissões aos arts. 1.004 e 1.026. Da leitura em conjunto desses dispositivos, pode-se desde logo inferir o seguinte entendimento:

(i) em todas as hipóteses de exclusão, requerida judicialmente ou não, a deliberação deve ser tomada com base em uma “justa causa”, havendo casos em que o legislador já identifica a causa legitimadora da exclusão;

(ii) há um específico caso de exclusão “de pleno direito” (diga-se, extrajudicialmente), desde que a deliberação seja tomada por sócios titulares de cotas representativas da maioria do capital social; esse caso corresponde à não integralização pelo sócio da cota com a qual se obrigou (sócio remisso), quando os demais não optem pela indenização ou pela redução da cota ao montante realizado (art. 1.004, parágrafo único);

(iii) há situações em que o sócio também pode ser excluído extrajudicialmente, mas, em virtude do caráter da respectiva causa, dispensa-se a deliberação da maioria: (a) sócio declarado falido (art. 1.030, parágrafo único, Código Civil); (b) sócio cujas cotas tenham sido executadas (“liquidadas”) em virtude de dívida pessoal (art. 1.030, parágrafo único, c/c art. 1.026, parágrafo único);

(iv) por último, nas seguintes hipóteses pode o sócio ser excluído judicialmente, em demanda movida por iniciativa da maioria: (a) quando houver “falta grave” no cumprimento de suas obrigações (o que corresponde ao acolhimento da cláusula geral da “justa causa”); (b) quando verificada a incapacidade superveniente.



Esses dispositivos são aplicados aos demais tipos societários regulados pelo Código Civil, incluindo-se as sociedades limitadas, em virtude da expressa remissão feita no art. 1.085.

O referido art. 1085 traz regra peculiar às sociedades limitadas. Nesse sentido, o dispositivo exige a concorrência prévia dos requisitos adiante comentados, a fim de possibilitar a exclusão extrajudicial de sócio:

(i) a ocorrência de “justa causa que ponha em risco a continuidade da empresa”;

(ii) a estipulação no contrato social de cláusula que autorize a exclusão extrajudicial;

(iii) a deliberação tomada por sócios titulares de cotas representativas da maioria do capital social, em assembleia ou reunião especialmente convocada para essa finalidade, “ciente o acusado em tempo hábil para permitir seu comparecimento e o exercício do direito de retirada”.

De todos os requisitos acima apontados, dois parecem inadequados em face do sistema pré-existente ao Código de 2002.

O primeiro diz respeito à obrigatoriedade de cláusula contratual que disponha a respeito da exclusão pela maioria. Inicialmente, cabe reiterar que a evolução doutrinária e jurisprudencial, já retratada neste artigo, conduziu ao reconhecimento do direito à exclusão de sócio independentemente de cláusula contratual, o que veio a ser ratificado pela autoridade registrária, por meio do art. 54, do Decreto nº 1.800/96. Logo, muitos contratos celebrados anteriormente ao Código não prevêm a regra, seja por sua dispensabilidade, seja por seu conteúdo, contrário ao entusiasmo dos empreendedores da atividade econômica na oportunidade em que conjugam esforços e recursos para proveito comum.

A atual indispensabilidade da cláusula de exclusão pode provocar – dependendo evidentemente da realidade de cada sociedade – desconfortos na relação contratual, caso haja resistências pela minoria em aceitar uma cláusula, sugerida pela maioria (ou por

seus advogados!) que permita justamente excluí-los, sem que se recorra à autoridade judicial.

Muito embora essa situação fosse possível no regime anterior ao Código, na maior parte dos casos a discussão a respeito da exclusão passava ao largo da negociação das cláusulas contratuais e o assunto só viria a ser lembrado quando a “*affectio societatis*” ingressasse em períodos de crise...

Analisando a imprescindibilidade da cláusula de exclusão sob outro ponto de vista, bem se vê que o legislador homenageou a autonomia da vontade em detrimento da tutela da confiança, ficando as partes adstritas aos termos expressamente convencionados, não obstante a eventual superveniência da frustração das expectativas legítimas reciprocamente produzidas e substanciais para a formação do convencimento por ocasião de constituição da relação societária.

Ilustre-se o problema com a seguinte hipótese: três sócios se reúnem para a realização de empreendimento comum, por meio de sociedade limitada, cujo contrato não prevê a possibilidade de exclusão extrajudicial por justa causa. O empreendimento corresponde à exploração de um terminal portuário privativo e de armazéns de depósitos. Ao lado da conjugação de capitais, na proporção de um terço para cada sócio, as funções destinadas à boa realização do empreendimento são assim distribuídas: Marcelo, sócio controlador de uma prestigiada companhia de transporte multimodal de cargas, é o responsável pela captação de clientela; Fernando, antigo e bem conceituado empresário do setor de portos, deve atuar pessoalmente na administração da sociedade, coordenando as atividades operacionais e financeiras; Pedro, engenheiro, deve supervisionar as obras destinadas ao melhoramento da infra-estrutura do terminal portuário e dos armazéns. Decorridos dez meses de operação, a sociedade queda-se em situação de grave ruína, apesar do bom faturamento obtido no período. Os sócios decidem, então, captar recursos para aumentar a capacidade produtiva (com a conseqüente redução do custo final operacional). O potencial credor, por sua vez, pede que as contas da sociedade sejam auditadas, como condição

precedente à liberação do crédito. Realizada a auditoria, descobre-se elevado volume de dinheiro desviado do caixa da sociedade. A empresa de auditoria, averiguando que Fernando havia assinado os cheques empregados para o desvio de recursos, convoca Marcelo e Pedro e lhes expõe o problema. Indignados, estes sócios se reúnem com Fernando e pedem uma explicação e o último nega todas as acusações, na sua opinião absurdas e infundadas, não obstante os dados constantes do parecer técnico da auditoria. Após a reunião, Fernando consulta, reservadamente, seu advogado, que, analisando os termos do contrato social, lhe afirma ser impossível a exclusão extrajudicial.

Considerando-se que a quebra da boa-fé objetiva é suficiente para produzir, diante de circunstâncias concretamente analisadas, a perda da “*affectio societatis*”, e que ambos deveriam legitimar o direito de exclusão extrajudicial do sócio faltoso, tem-se nesse panorama três princípios constitucionais afrontados pela regra que impõe prévia disposição contratual para a exclusão: em primeiro plano, o princípio da solidariedade (art. 1º; art. 3º, I; art. 170, *caput*, C.F.), que fica fragilizado diante da impossibilidade de sancionar extrajudicialmente o sócio que venha a quebrar a boa-fé objetiva; secundamente, o princípio da liberdade de associação (art. 5º, XX, C.F.), o qual, apesar de exigir uma ponderação material<sup>22</sup>, legitima a medida de exclusão por justa causa; por fim, o princípio da função socioeconômica e da preservação da empresa (art. 170, III, da C.F.), porquanto, no caso hipotético de que se trata, a atividade corre sérios riscos de ser descontinuada tanto pela insolvência iminente, quanto pela recusa de Marcelo em continuar a captar clientela para a sociedade na qual há suspeitas de desvios praticados por um dos sócios e principal administrador. Com a ruína da empresa, fecham-se postos de trabalho, deixa-se de recolher impostos, cria-se um rastro de inadimplências com fornecedores e quebram-se contratos pré-negociados com a clientela.

---

<sup>22</sup> Conforme os comentários formulados na seção nº 6, deste artigo.

Em uma palavra, a exigência de prévia cláusula contratual permitindo a exclusão de sócio é de constitucionalidade duvidosa, porquanto não parece se ajustar aos princípios acima comentados.

As observações acerca desse inusitado dispositivo não param por aí. Examine-se, nas linhas seguintes, o conteúdo de seu parágrafo único, a exigir assembleia especialmente convocada para a deliberação sobre a exclusão, com tempo hábil para que o sócio - que se tenciona excluir - apresente defesa a ser apreciada pelos interessados na exclusão (que são titulares da maioria do capital social), segundo sua exclusiva discricionariedade.

Os argumentos em favor das normas procedimentais previstas no art. 1085, parágrafo único, do Código Civil merecem ser ditos. Uma das tendências manifestadas pela corrente processualista que defende a “instrumentalidade do processo” consubstancia-se na garantia de participação do interessado na discussão que a ele diga respeito<sup>23</sup>. Esse direito à participação tem como fundamento axiológico a pluralidade de opiniões, essencial no Estado Democrático de Direito e consagrado, no ordenamento brasileiro, como princípio fundamental da República (art. 1º, V, C.F. e seu preâmbulo).

Sob diverso ponto de vista, a alta relevância dos princípios do devido processo legal e do contraditório e, por consequência, o largo alcance do disposto no art. 5º, LIV, da C.F. (“ninguém será privado da liberdade ou de seus bens sem o devido processo legal”), ensejariam a instauração de um procedimento destinado a legitimar a decisão final acerca da exclusão, afastando, assim, a arbitrariedade da maioria em desconsideração aos interesses do minoritário (ainda que tal ato estivesse sujeito ao controle jurisdicional do Estado, nos termos do art. 5º, XXXV, da C.F.).

Do ponto de vista prático, os argumentos acima apontados são inexequíveis.

---

<sup>23</sup>Por todos: DINAMARCO, Cândido. *A instrumentalidade do processo*. São Paulo: Malheiros Editores, 2003. p. 86; p. 152 et seq.

Uma primeira crítica diz respeito à imprecisão do conceito de “tempo hábil”, acima aludido. A rigor, esse conceito deveria coincidir com os termos previstos no art. 1.152, §3º, do Código, que fixa o prazo de antecedência para a publicação dos três anúncios de convocação de assembleia (oito dias contados do primeiro e cinco dias contados do último anúncio). Entretanto, há controvérsias sobre a suficiência de tal prazo, diante da complexidade do caso concreto, motivando o minoritário a buscar judicialmente, mediante requerimento de tutela de urgência, o adiamento da assembleia ou, caso não tenha a ela comparecido, suspender, sob aquele argumento, os efeitos da deliberação, evitando assim sua exclusão extrajudicial pela maioria.

Acresça-se que o art. 1.085 nada menciona sobre o quórum de instalação dessa assembleia, levando a crer que se deveria aplicar a regra geral do art. 1074, que exige a presença de sócios titulares de  $\frac{3}{4}$  do capital social, muito embora o quórum de deliberação seja da “maioria dos sócios, representativa de mais da metade do capital social”. Não seria legítimo e coerente, pois, permitir a instalação da assembleia com a presença necessária para a aprovação da deliberação de exclusão?

Além dessas imprecisões, foge à razoabilidade submeter o minoritário a “julgamento” instaurado por uma espécie de “tribunal de exceção não estatal”, constituído por interessados diretos na solução da controvérsia. Na prática, a se configurar a situação prevista pelo legislador, poderá o minoritário passar por momentos de gravíssimo constrangimento, sem que disso resulte qualquer vantagem a ele, aos demais sócios e à sociedade, considerando-se que casos de exclusão correspondem a situações extremas na relação societária, que tendem a desaguar no Judiciário, mercê da incompatibilidade que se cria entre os litigantes.

Essas são, pois, as principais críticas ao regime de exclusão de sócio previsto no Código Civil.

## 6. Exclusão de sócio e ponderação de interesses.

As colocações acima realizadas acerca da exclusão de sócio merecem particular atenção, sobretudo no que respeita ao conceito de “justa causa”, que venha a legitimar a solução adequada de conflitos na esfera societária.

Nessa linha, A. J. Avelãs Nunes<sup>24</sup> sustentou, de modo muito bem fundamentado, a possibilidade de exclusão de sócio em virtude da quebra do “dever geral de colaboração”, de carácter fundamental em qualquer entidade associativa.

A noção do dever geral de colaboração não se limita aos deveres legais ou explicitamente impostos por cláusulas contratuais, mas sim à “necessidade de colaborar” para a consecução das atividades sociais.

Logo, repita-se que tal dever não decorre propriamente da “affectio societatis”, mas sim do princípio da boa-fé objetiva: o sócio deve cumprir com o “papel” que assumiu frente a seus pares, porquanto nessa ocasião despertou a confiança dos demais, substancial para a formação do consentimento. Exsurge, portanto, a tutela da confiança, nos termos reiteradamente comentados neste estudo. E o descumprimento desse dever pode conduzir à perda da “affectio societatis”, caso em que os sócios prejudicados podem empregá-lo como justificativa para pleitear a exclusão do faltoso, independentemente da aferição de culpa.

Vale transcrever pequeno trecho da lição de Avelãs Nunes sobre a relevância do dever geral de colaboração:

(...) Uma última dificuldade pode levantar-se contra a redução do nosso instituto ao esquema de resolução por inadimplemento: é que talvez nem todas as causas susceptíveis de justificar a exclusão de um sócio possam configurar-se como não cumprimento, por parte desse sócio, dos seus deveres legais ou estatutários (...) Anotado este primeiro ponto, diremos agora ser nossa

---

<sup>24</sup> *O Direito de Exclusão de Sócios nas Sociedades Comerciais*. p. 83.

opinião poder afirmar-se que todos os casos susceptíveis de conduzir à exclusão de um sócio ilustram outras tantas situações de inadimplemento, por parte do sócio que se pretende excluir, das obrigações que lhe cabem enquanto membro da sociedade. O critério que pensamos adequado para aferir se as condições pessoais ou a conduta de um sócio podem justamente aconselhar a sua exclusão é o de analisar o reflexo de tais condições ou tal conduta na contribuição que ao sócio incumbe para a realização do escopo comum. Se o sócio não presta esta contribuição (por não querer ou não poder, com culpa ou sem culpa), é legítimo que a sociedade possa excluí-lo: desapareceram os pressupostos em que assenta a sua qualidade de sócio, já que a sua presença na sociedade é inútil ou mesmo prejudicial para a realização do escopo comum.<sup>25</sup>

Em igual sentido se posicionou Betti, ao afirmar que “nos vínculos associativos, em sentido lato, em que se trata de reunir os esforços para um escopo de interesse comum, a boa-fé estende-se a todo o comportamento necessário para a realização do escopo social, potenciando-se num dever de fidelidade”<sup>26</sup>.

No Brasil, defendem esse entendimento, dentre outros juristas, Fábio Konder Comparato<sup>27</sup> e Luiz Gastão Paes de Barros Leães<sup>28</sup>.

As ponderações acima articuladas devem ser lidas à luz do princípio constitucional da liberdade associativa, consagrado no art. 5º, incisos XVII a XXI, valendo destacar o inciso XX, pelo qual “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”.

Seguindo este raciocínio, reitere-se que a omissão contratual a respeito do tema “exclusão de sócio” não deveria ser tão relevante -

---

<sup>25</sup> Ibid, p. 83 et seq.

<sup>26</sup> *Teoria generale delle obbligazioni*. v. I, p. 93.

<sup>27</sup> Sociedades por cotas de responsabilidade limitada. *Revista dos Tribunais*, nº 473, p. 33-41.

<sup>28</sup> Exclusão extrajudicial de sócio em sociedade por quotas. *Revista de Direito Mercantil*, v. 100, p. 85-97.

ao contrário da premissa adotada pelo art. 1.085, do Código Civil - vez que a tutela da vontade (que deu origem ao pacto social) deve ser substituída pela tutela da confiança (considerada objetivamente, como aquilo que se espera da conduta de um sócio, para a realização dos interesses sociais).

Daí que, de acordo com a materialidade do caso, pode ser excluído o sócio que não mais atenda tanto aos propósitos do grupo de que faz parte, quanto à função que ostenta no contexto desse grupo.

Todavia, deve-se ponderar que o contrato de sociedade, tendo como características a plurilateralidade, a comunhão de fim, o trato continuado, o conteúdo organizacional e a normatividade, reúne em volta de si interesses não apenas legitimados pela liberdade de associação, mas sobretudo fundados no solidarismo, no valor social do trabalho humano e da livre iniciativa e na função socioeconômica da propriedade empresária, todos de hierarquia constitucional.

Para Perlingieri, a liberdade de associação é garantida como forma de assegurar o pleno desenvolvimento da personalidade. É uma especificação da cláusula geral da dignidade da pessoa humana, não gozando, contudo, de autonomia com relação a esta<sup>29</sup>. É a partir dessa premissa que devem ser interpretadas as cláusulas contratuais que tratam da exclusão de sócios ou que promovam a sujeição destes a situações vexatórias, não se podendo acolher a alegação de que, à luz da autonomia da vontade, elas teriam sido livremente aceitas quando do ingresso na sociedade.

Por conseguinte, ensina Perlingieri que a lesão à dignidade humana pode ser caracterizada não só por cláusulas contratuais que contrariem os valores constitucionais, mas também da ilegitimidade de certas formas de exclusão de sócios. A ingerência judicial nesse ponto não contraria a liberdade de associação. Ao contrário, será

---

<sup>29</sup> *Perfis do Direito Civil*, p. 300.



informada por outros valores constitucionalmente tutelados, acima comentados<sup>30</sup>.

Dessa forma, cabe reconhecer coerência no pensamento do jurista italiano, para quem é descabida a alegação de que o controle judicial sobre o modo com que se deu a exclusão de sócios possa comprometer a autonomia associativa. Ao contrário, tal controle confere legitimidade à liberdade associativa e ao direito de exclusão dos sócios, sobretudo naquilo que se refere à relevância jurídica dos diversos interesses titulados pelos sócios e da ocorrência ou não de “justa causa” para a exclusão. Dessa forma, garante-se a preservação da sociedade e da empresa sem deixar de respeitar os valores constitucionais da igualdade de tratamento, da dignidade da pessoa humana e da vedação às práticas vexatórias.

A incompatibilidade entre os sócios que não resultar unicamente de caprichos, perseguições e arbitrariedades, restará legitimada, protegendo-se, assim, o interesse das pessoas que se associam, sem desconsiderar o escopo associativo e o relevante papel que ocupa na plena realização da personalidade.

A prática demonstra que, instaurado o conflito entre sócios com a efetiva perda da “*affectio societatis*”, a discussão não se encerra na manutenção do vínculo societário, mas sim se amplia para fatores ligados diretamente a aspectos patrimoniais que, indiretamente, podem se voltar para questões existenciais da pessoa. Acaso a exclusão seja realizada extrajudicialmente, abre-se ao sócio (excluído), eventualmente prejudicado, a via jurisdicional, inclusive para obtenção da tutela de urgência, visando suspender os efeitos da decisão de exclusão, ou ao menos assegurar direitos mínimos, como a manutenção de eventual remuneração percebida em troca do exercício de função administrativa, enquanto não houver decisão judicial definitiva.

Logo, a solução da lide deverá determinar quem ostentará o direito de continuar a explorar a empresa, como será pago o excluído,

---

<sup>30</sup> Ibid, loc. cit.

como serão distribuídas as marcas tituladas pela sociedade ou outros ativos sociais.

Não se pode dizer, pura e simplesmente, que o pagamento dos haveres do sócio excluído deva ser realizado estritamente de acordo com o contrato social quando este preveja, por exemplo, cláusula manifestamente abusiva que determine o pagamento ao excluído em parcelas infundáveis, vencendo-se a primeira apenas meses após a exclusão. Aqui ficaria certamente prejudicado o equilíbrio contratual, ainda mais quando o sócio em questão, indevidamente excluído, dependia exclusivamente da antecipação dos rendimentos sociais para fazer frente ao orçamento familiar.

Outro exemplo é exploração de marca que leve o nome de um dos sócios. A relevância dessa marca é peculiar para o sócio que com ela se identifica, o que transcende aspectos meramente patrimoniais: como se vê, controvérsias dessa natureza merecem profundo exame acerca da questão de fato, para que sejam pontuados os diversos interesses envolvidos, priorizando-se aqueles que possuam maior relevância jurídica, à luz da Constituição Federal.

Logo, a técnica da ponderação de interesses deve ser amplamente adotada para a solução de conflitos originados em contratos de sociedade, dada a complexidade dessa relação, confrontando-se aqueles interesses de acordo com seus fundamentos constitucionais e fazendo-se as devidas concessões e compensações recíprocas, em homenagem à ética e ao equilíbrio contratual.

## **7. Conclusões.**

Por todo o exposto, pode ser concluído o seguinte:

(i) o Código Civil brasileiro: (a) não acolheu a expressão dissolução parcial, preferindo a esta a resolução da sociedade em relação a um sócio (Seção V, do Capítulo I, do Subtítulo II, do Título II, do Livro de Direito da Empresa); e (b) trouxe substanciais

alterações na matéria sob enfoque, especialmente com relação à exigência de “justa causa” em qualquer hipótese que se pretenda excluir um membro da sociedade;

(ii) o art. 1085 traz regra peculiar às sociedades limitadas, exigindo a concorrência prévia de três requisitos, a fim de possibilitar a exclusão extrajudicial de sócio: (a) ocorrência de “justa causa que ponha em risco a continuidade da empresa”; (b) a estipulação no contrato social de cláusula que autorize a exclusão extrajudicial; (c) a deliberação tomada por sócios titulares de cotas representativas da maioria do capital social, em assembleia ou reunião especialmente convocada para essa finalidade, “ciente o acusado em tempo hábil para permitir seu comparecimento e o exercício do direito de retirada”;

(iii) do exame do art. 1.085, evidenciam-se como inadequados dois requisitos à exclusão extrajudicial: (a) obrigatoriedade de cláusula contratual que disponha a respeito da exclusão pela maioria; (b) exigência de assembleia especial para a deliberação sobre a exclusão;

(iv) ainda quanto à interpretação do art. 1.085, do Código Civil, a tutela da confiança contribui para a admissibilidade, como “justa causa”, da quebra do “dever geral de colaboração”, de caráter fundamental em qualquer entidade associativa;

(v) a noção do dever geral de colaboração não se limita aos deveres legais ou explicitamente impostos por cláusulas contratuais, mas sim à “necessidade de colaborar” para a consecução das atividades sociais, de sorte que o sócio deve cumprir com o “papel” que assumiu frente a seus pares, porquanto nessa ocasião despertou a confiança dos demais, substancial para a formação do consentimento;

(vi) de acordo com a materialidade do caso, pode ser excluído o sócio que não mais atenda tanto aos propósitos do grupo de que faz

parte, quanto à função que ostenta no contexto desse grupo, por restarem frustradas as expectativas produzidas na esfera jurídica dos demais sócios, titulares da maioria do capital social, em prejuízo à boa-fé e a interesses legitimados pelo ordenamento;

(vii) a técnica da ponderação de interesses deve ser amplamente adotada para a solução de conflitos originados em contratos de sociedade, dada a complexidade dessa relação, confrontando-se aqueles interesses de acordo com seus fundamentos constitucionais e fazendo-se as devidas concessões e compensações recíprocas, em homenagem à ética e ao equilíbrio contratual.



# CONSIDERAÇÕES SOBRE A SAÍDA DO ACIONISTA DE SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA POR SUA INICIATIVA<sup>1</sup>

## CONSIDERATIONS ABOUT THE DEPARTURE OF A SHAREHOLDER OF A CLOSELY-HELD COMPANY BY HIS OWN INITIATIVE

*Mariana Pinto*

*Resumo:* Este trabalho tem por escopo apresentar considerações sobre os diversos meios de que o acionista de uma sociedade anônima fechada dispõe para deixá-la, por sua própria iniciativa. Iniciamos com alguma classificação sobre esse tipo societário. Na sequência, tratamos brevemente da cessão de ações e do direito de recesso, dedicando um item para cada um desses dois temas. Ato contínuo, nos debruçamos sobre o delicado tema da dissolução parcial da sociedade anônima fechada, ante a impossibilidade do preenchimento do seu fim, nos moldes dispostos no artigo 206, inciso II, alínea *b*, da Lei nº. 6.404/76. Em seguida, cuidamos *en passant* da existência (ou não) de outro caminho a ser percorrido pelo acionista de uma companhia fechada que tenha o objetivo de deixá-la. Por derradeiro, tecemos as nossas considerações finais.

*Palavras-chave:* Sociedade anônima fechada. Saída do acionista por sua iniciativa. Cessão de ações. Direito de recesso. Dissolução parcial ante a impossibilidade do preenchimento do fim.

*Abstract:* This article aims to present the different means a shareholder can avail to get out of a closely-held company by his own initiative. Firstly, it introduces some classification of this corporate type. Secondly, it deals with the issues of share assignment agreement and withdrawal right. Then, it addresses the polemical topic of the

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 22.10.2014 e aceito em 09.12.2014.

partial dissolution of a closely-held company before the impossibility of fulfillment of its own purpose (art. 206, II, *b*, Law n°. 6.404/76). Next, it shows *en passant* the existence (or not) of another path to be followed by the shareholder of a closely-held company in the case he decide to leave it. Finally, it is addressed our final remarks.

*Keywords:* Closely-held company. Departure of a shareholder by his own initiative. Share assignment. Withdrawal right. Partial dissolution before the impossibility of fulfillment of its purpose.

*Sumário:* I – Introdução. II – Alguma classificação. III – A cessão de ações. IV – O direito de recesso. V – A dissolução parcial da sociedade anônima fechada, ante a impossibilidade do preenchimento do seu fim. VI – O acionista da companhia fechada dispõe de outro meio para deixá-la, por sua iniciativa? VII – Conclusão.

## **I – INTRODUÇÃO**

Através deste trabalho, buscamos tecer algumas considerações sobre os diversos meios de que o acionista de uma sociedade anônima fechada dispõe para deixar a aludida companhia, por sua própria iniciativa.

Nesse passo, ao longo do item subsequente, tratamos de alguma classificação deste tipo societário, na medida em que esse ponto é invocado para *calçar* alguns dos argumentos que serão defendidos neste artigo.

Na sequência, cuidamos específica e brevemente da cessão de ações e do direito de recesso.

Ato contínuo, enfrentamos o delicado tema da dissolução parcial da sociedade anônima fechada, ante a impossibilidade do

preenchimento do seu fim, nos moldes dispostos no artigo 206, inciso II, alínea *b*, da Lei nº. 6.404/76. Para tanto, fazemos um retrospecto do tratamento conferido à matéria pelos diplomas legais que antecederam a mencionada Lei nº. 6.404/76, passando pelo Código Comercial de 1850, pela Lei nº. 3.150 de 1882, pelo Decreto nº. 8.821 também de 1882, pelo Decreto nº. 164 de 1890, pelo Decreto nº. 434 de 1891 e pelo Decreto-Lei nº. 2.627 de 1940.

Por fim, e antes de tecermos as nossas considerações finais, tratamos *en passant* da existência (ou não) de outro caminho a ser percorrido pelo acionista de uma companhia fechada que tenha o objetivo de deixá-la. Nesse momento, abordamos a construção por alguns defendida – com a qual, diga-se desde já, não concordamos –, no sentido de que o artigo 1.029 do Código Civil se aplicaria às companhias fechadas como regra, por força do disposto no artigo 1.089 do mesmo diploma legal.

## II – ALGUMA CLASSIFICAÇÃO

No regime jurídico que imperava anteriormente ao Código Civil de 2002, as sociedades apresentavam-se como comerciais ou mercantis e civis, sendo certo que estas últimas podiam ou não ter fins econômicos ou lucrativos. Com o advento do mencionado diploma, as sociedades passaram necessariamente a contar com a finalidade lucrativa e o papel antes desempenhado pelas sociedades civis sem fins econômicos passou a ser exercido com exclusividade pelas associações, espécie distinta de pessoa jurídica de direito privado<sup>2</sup>. Ademais, as sociedades passaram a subdividir-se nas espécies *simples* e *empresária*.

---

<sup>2</sup> No regime jurídico vigente, “constituem-se as associações pela união de pessoas que se organizem para fins não econômicos”, não havendo, entre os associados, direitos e obrigações recíprocos (artigo 53 do Código Civil). Por outro lado, “celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados” (*caput* do artigo 981 do Código Civil).



A par da diversidade de entendimentos doutrinários acerca dos critérios do enquadramento de uma determinada sociedade como simples ou empresária – tema este que transcende ao âmbito deste trabalho –, pode-se afirmar, com segurança, que a sociedade anônima é uma sociedade empresária pela forma, à luz do disposto no parágrafo único do artigo 982 do Código Civil de 2002 e também no §1º do artigo 2º da Lei nº. 6.404/76. Desse modo, independentemente do objeto que venha a adotar e a exercer, a sociedade anônima será sempre uma sociedade empresária.

A doutrina costuma classificar as sociedades, em função da natureza de seus atos constitutivos, como sociedades *contratuais* e *institucionais*. Nas primeiras, como o próprio nome denuncia, os sócios se unem mediante a celebração de um contrato. Este vínculo traduz um contrato plurilateral, por meio do qual duas ou mais partes dirigem paralelamente as suas prestações na direção de um fim comum. As segundas, por seu turno, formam-se, em regra<sup>3</sup>, por um conjunto de atos que, uma vez ultimados, ensejam a sua instituição. Como anota Sérgio Campinho<sup>4</sup>, “o seu ato de criação não é um contrato, mas um ato complexo”.

Em nossa visão, a sociedade anônima é uma sociedade institucional. Sua criação não se dá através da celebração de um contrato, mas sim mediante a observância de uma série de atos e providências expressamente declinados na Lei nº. 6.404/76<sup>5</sup>.

---

<sup>3</sup> Diz-se “em regra” porque a empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI) – que, a nosso ver, traduz uma autêntica sociedade unipessoal (e não uma nova espécie de pessoa jurídica de direito privado) – também se apresenta como uma sociedade institucional. Todavia, ao contrário do que se verifica com as sociedades anônimas, sua criação não se dá através de um conjunto de atos ou de um ato complexo. Em verdade, a EIRELI nasce através da manifestação volitiva de uma única pessoa, que, assim, a institui.

<sup>4</sup> *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 62.

<sup>5</sup> Neste sentido: COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 16ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 44; MARTINS, Fran. *Curso de direito comercial*. 34ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 233; e CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 62. Por

Considerando a influência exercida pela condição pessoal dos sócios, as sociedades classificam-se como *de pessoa* e *de capital*<sup>6 e 7</sup>. Nas primeiras, o elemento fundamental é justamente a figura dos sócios, que se escolhem mutuamente em função da confiança recíproca, das qualidades pessoais e da capacitação para o exercício da atividade. Como destaca José Waldecy Lucena<sup>8</sup>, “mesmo os terceiros, ao se relacionarem com a sociedade, têm mais em linha de conta as pessoas dos sócios”. Há, portanto, a preponderância do caráter *intuitu personae*. Já nas sociedades de capital, o relevante é a capacidade

---

outro lado, Rubens Requião anota que “o mal, entretanto, do projeto de reforma, que se refletiu no sistema da lei hoje em vigor, foi precisamente o de não ter percebido que, quando se pode admitir que a sociedade anônima configure, após sua formação, uma *instituição*, não deixa ela de ser formada pelo *contrato*, e este da espécie *plurilateral*. Como instituição está ela voltada para a consecução do ‘bem comum’, visando primacialmente aos altos interesses coletivos, desvanecendo um tanto o interesse privado, perseguido pelos acionistas. Como *contrato* regula os interesses pessoais de seus membros” (*Curso de direito comercial*. 29ª ed. São Paulo: Saraiva, 2012. v. 2, p. 38). Já Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro defendem a possibilidade de conjugação das ideias de contrato plurilateral e instituição (*Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 1, p. 97-98).

<sup>6</sup> Há, ainda, quem complemente essa classificação fazendo referência às sociedades *mistas*. Aliomar Baleeiro assim classificou as sociedades limitadas em voto que proferiu, na qualidade de Relator do Recurso Extraordinário nº. 70.870/SP, o qual foi julgado à unanimidade pelos Ministros integrantes da Primeira Turma do Supremo Tribunal Federal, em 08.06.1973. Da ementa do mencionado Recurso Extraordinário constou expressamente: “a sociedade por quotas de responsabilidade limitada é mista e não de pessoas”.

<sup>7</sup> A utilidade desta classificação é objeto de questionamento por parte de alguns. Nesse passo, valioso é o apanhado de posições apresentado por José Waldecy Lucena (*Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 47-51), que transcreve as críticas feitas por Carvalho de Mendonça, Villemor Amaral, Nelson Abrão e Pontes de Miranda. A nosso ver, a classificação em comento é útil, na medida em que auxilia o intérprete quando do enfrentamento de determinadas questões. Desse modo, compactuamos com Fábio Ulhoa Coelho (Op. cit. p. 43), José Edwaldo Tavares Borba (*Direito societário*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 80) e José Waldecy Lucena (*Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 51), os quais defendem expressamente a valia da aludida classificação.

<sup>8</sup> *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 52.

contributiva do sócio, ficando a sua condição pessoal em um plano secundário. Nas palavras de Carvalho de Mendonça<sup>9</sup>, “são os capitais que se unem, não as pessoas”. Nesse caso, prevalece o caráter *intuitu pecuniae*.

No que tange especificamente à sociedade anônima, há, por um lado, quem considere que ela sempre se apresentará como uma sociedade de capital, independentemente de ser fechada ou aberta. Nesse sentido, Fábio Ulhoa Coelho<sup>10</sup> anota que “a sociedade anônima é sempre uma sociedade de capital”. Fran Martins<sup>11</sup> também é categórico ao sustentar que “como sociedade de capitais temos as sociedades anônimas e as em comandita por ações”. No mesmo tom, Ricardo Negrão<sup>12</sup> defende que “é característica de capital a sociedade anônima”.

Por outro lado, há quem entenda que a companhia fechada será sempre uma sociedade de pessoa, marcada pelo caráter *intuitu personae*. Nesse passo, José Waldecy Lucena<sup>13</sup> afirma que “na companhia fechada, o *intuitus personae* domina sua constituição e funcionamento”.

Rubens Requião<sup>14</sup>, por seu turno, parece adotar posição intermediária, ao sustentar que, no Brasil, “*prevalece* a sociedade anônima constituída tendo em vista o caráter pessoal dos sócios, ou a sua qualidade de parentesco, e por isso chamada de sociedade anônima familiar”. Eis as suas palavras:

---

<sup>9</sup> *Tratado de direito comercial brasileiro*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954. v. III, p. 62.

<sup>10</sup> Op. cit. p. 139. Em outra passagem dessa mesma obra, o autor enfatiza que “as sociedades anônima e em comandita por ações são sempre de capital” (COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 43).

<sup>11</sup> *Curso de direito comercial*. 34ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 169.

<sup>12</sup> *Manual de direito comercial e de empresa*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 1, p. 240.

<sup>13</sup> *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 51.

<sup>14</sup> Op. cit. p. 56.

Não se tem mais constrangimento em afirmar que a sociedade anônima fechada é constituída nitidamente *cum intuitu personae*. Sua concepção não se prende exclusivamente à formação do capital desconsiderando a qualidade pessoal dos sócios. Em nosso país, com efeito, prevalece a sociedade anônima constituída tendo em vista o caráter pessoal dos sócios, ou a sua qualidade de parentesco, e por isso chamada de sociedade anônima familiar.

Após reproduzir as redações do §2º do artigo 27 do Decreto-Lei nº. 2.627/40 e do artigo 36 da Lei nº. 6.404/76, referentes à possibilidade de o estatuto contemplar limitações à circulação de ações nominativas, o referido comercialista<sup>15</sup> prossegue em sua linha de raciocínio valendo-se das seguintes palavras:

Como se vê, essa faculdade de restringir a negociabilidade das ações da companhia fechada dá-lhe o nítido sabor de sociedade constituída *intuitu personae*, na qual os sócios escolhem os seus companheiros, impedindo o ingresso ao grupo formado, tendo em vista a confiança mútua ou os laços familiares que os prendem. A *affectio societatis* surge nessas sociedades com toda a nitidez, como em qualquer outra das sociedades de tipo personalista.

Desde a sua origem, a sociedade anônima foi o tipo societário que melhor se alinhou aos grandes empreendimentos. Justamente por isso, essa forma societária foi – e ainda é – associada à preponderância do *intuitu pecuniae*, traduzindo o recorrente exemplo de sociedade de capital.

Não se pode ter dúvidas em relação ao fato de que as companhias abertas – ou seja, aquelas cujos valores mobiliários estão admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários – sempre se apresentam como sociedades de capital. Em verdade, é nessa

---

<sup>15</sup> REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 57.

modalidade de sociedade anônima que o conceito de sociedade de capital se apresenta de modo mais imponente.

Todavia, a questão não nos parece tão singela quando estamos diante da companhia fechada, cujos valores mobiliários não estão admitidos à negociação na bolsa de valores e no mercado de balcão. Em situações especiais, essas companhias podem ser marcadas pela convivência de um determinado número de pessoas conhecidas entre si, as quais possuam vínculos de parentesco ou, ainda que não integrem uma mesma e única família, guardem um relacionamento próximo e amparado em pilares de confiança recíproca, atributos pessoais e capacitação para o negócio explorado pela sociedade. Nessas situações especiais, as companhias fechadas estarão mais afinadas com o perfil das sociedades de pessoa do que com o perfil das sociedades de capital.

Possivelmente, a apresentação de um par de exemplos contribuirá para o desfecho da linha de raciocínio que pretendemos estabelecer. Imaginemos, primeiramente, uma companhia fechada formada pelos integrantes de uma mesma família, cujo objeto seja a locação de unidades autônomas de um imóvel próprio. Os acionistas da companhia basicamente dedicam-se a manter o maior número de salas e lojas alugadas para terceiros, nas melhores condições possíveis, de modo que possam repartir, entre si, os resultados dessa exploração. Por uma combinação de fatores, os familiares optaram por explorar o aludido edifício através da sociedade anônima fechada. Poderiam, decerto, ter optado por fazê-lo diretamente (na qualidade de condôminos ou coproprietários) ou através de uma sociedade limitada. Como um segundo exemplo, tomemos em consideração que, na década de 90, quatro amigos constituíram três sociedades voltadas para a comercialização de veículos automotores, sendo certo que cada uma comercializa automóveis de uma determinada montadora. Com o passar das décadas, esses quatro amigos resolveram receber, em cada uma dessas sociedades, os sucessores que tivessem tino para o negócio. E assim foi feito. Cada patriarca selecionou, dentre seus filhos, aquele que teria capacidade para sucedê-lo nesse específico mister e, em seguida, as sociedades passaram a contar com oito, e não

mais quatro, sócios. Ocorre que por uma razão qualquer (orientação de um terceiro, exigência da montadora etc.), uma dessas sociedades é uma companhia fechada e as demais são limitadas. Ambas as companhias fechadas mencionadas nos exemplos acima possuem, em seus respectivos estatutos, cláusulas que impõem a limitação à circulação das ações nominativas, nos moldes do artigo 36 da Lei nº. 6.404/76.

Desse modo, em nossa visão, a classificação das companhias fechadas como sociedades de pessoa ou de capital não comporta posições radicais. Não se pode afirmar sejam elas *sempre* de capital, ou *sempre* de pessoa. Somente uma análise do caso concreto permitirá que se conclua com segurança por um ou por outro caminho. Comungamos, portanto, da posição adotada por Sérgio Campinho<sup>16</sup>, no sentido de que as companhias fechadas “podem vir a ostentar a condição de sociedade de pessoa”.

Essa possibilidade também tem sido reconhecida no Direito francês. Marie-Hélène Monsèrié-Bon e Laurent Grosclaude<sup>17</sup>, em sua obra denominada *Droit des sociétés e des groupements* reconhecem que “la SA est une société de capitaux et non de personnes, qui porte très bien son nom. Elle est dite anonyme car parfois la société ou ses dirigeants vont ignorer la personnalité des associés. Le capital l’emporte sur la personne”. Todavia, adiante, ao tratarem especificamente da figura do acionista, os mencionados autores<sup>18</sup> anotam que “en effet, même si la SA est une société de capitaux, cela n’empêche pas que les actionnaires veuillent y introduire une dose d’*intuitus personae*. Certaines clauses<sup>19</sup> sont donc admises, dans les SA fermées aux marchés uniquement”.

---

<sup>16</sup> *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 59.

<sup>17</sup> *Droit des sociétés e des groupements*. Paris: Éditions LGDJ, Lextenso éditions, 2013. p. 297.

<sup>18</sup> *Ibidem*. p. 317-318.

<sup>19</sup> Na sequência, Marie-Hélène Monsèrié-Bon e Laurent Grosclaude declinam as seguintes cláusulas: a) “les clauses d’agrément”; b) “les clauses de préemption”; e c) “la clause d’inaliénabilité” (*Ibidem*. p. 318).

### III – A CESSÃO DE AÇÕES

O acionista de uma sociedade anônima fechada pode optar por deixá-la através da cessão de suas ações para um terceiro. Esta cessão pode se dar de modo gratuito ou oneroso. Em ambos os casos, estar-se-á diante de uma saída negociada<sup>20</sup>.

De todo modo, a cessão das ações deverá ser refletida em termo lavrado no Livro de Transferência de Ações Nominativas, datado e assinado pelo cedente e pelo cessionário ou por seus legítimos representantes, conforme estabelece o §1º do artigo 31 da Lei nº. 6.404/76. Com base neste termo, a companhia deverá promover, no Livro de Registro de Ações Nominativas, a baixa das ações em nome do cedente e o respectivo lançamento em nome do cessionário.

A cessão poderá ocorrer ainda que o preço de emissão não tenha sido totalmente integralizado. No caso específico das companhias fechadas, por força do disposto no artigo 80, inciso II, do aludido diploma legal, ao menos 10% do preço de emissão das ações já deverá ter sido necessariamente objeto de realização por parte do subscritor<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> A expressão “saída negociada” foi utilizada justamente para englobar as cessões de ações, onerosas e gratuitas, realizadas *inter vivos* e por iniciativa do cedente.

<sup>21</sup> Refoge ao objeto deste trabalho a análise da transferência de ações no âmbito da companhia aberta. De todo modo, com o simples escopo de se estabelecer um paralelo entre as duas modalidades de sociedade anônima, é válido mencionar que as ações da companhia aberta somente poderão ser negociadas depois de realizados 30% do preço de emissão, sob pena de nulidade (artigo 29 da Lei nº. 6.404/76). Ademais, “na transferência das ações nominativas adquiridas em bolsa de valores, o cessionário será representado, independentemente de instrumento de procuração, pela sociedade corretora, ou pela caixa de liquidação da bolsa de valores” (§3º do artigo 31 da Lei nº. 6.404/76). Como salienta José Waldecy Lucena, “a outorga desse mandato legal justifica-se plenamente como meio de obstar a prática usual de o cessionário (adquirente), após ter dado a ordem de compra das ações, desinteressar-se em liquidar a operação, em virtude de queda das ações que adquirira, quando então simplesmente deixa de comparecer para assinar o termo de transferência, causando, com essa inadimplência, prejuízos às corretoras, que são obrigadas a recomprar as ações” (*Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 348).

Ademais, nos termos do artigo 108 da Lei nº. 6.404/76, seja a companhia fechada ou aberta, tem-se que os cedentes continuarão responsáveis, solidariamente com os cessionários, pelo pagamento das prestações que faltarem para integralizar as ações transferidas, sendo certo que essa responsabilidade cessará, em relação a cada alienante, ao final do prazo de dois anos, contados da data da transferência das ações<sup>22</sup>.

Nem sempre a negociação de ações poderá se dar de modo plenamente livre. Enquanto ainda vigia o Decreto-Lei nº. 2.627/40, o tema da limitação à circulação de ações era tratado no §2º do artigo 27, que contava com a seguinte redação:

Os estatutos podem impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regulem minuciosamente tais limitações e não impeçam a sua negociação, nem sujeitem o acionista ao arbítrio da administração da sociedade ou da maioria dos acionistas.

Com o advento da Lei nº. 6.404/76, a matéria passou a ser disciplinada pelo seu artigo 36, nos seguintes termos:

Art. 36. O estatuto da companhia fechada pode impor limitações à circulação das ações nominativas, contanto que regule minuciosamente tais limitações e não impeça a negociação, nem sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração da companhia ou da maioria dos acionistas.

Parágrafo único. A limitação à circulação criada por alteração estatutária somente se aplicará às ações cujos titulares com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no livro de “Registro de Ações Nominativas”.

---

<sup>22</sup> Nas palavras de José Edwaldo Tavares Borba, “se assim não fosse, tornar-se-ia muito fácil fugir ao dever de integralização. Bastaria alienar as ações para um aventureiro qualquer, de preferência sem patrimônio” (Op. cit. p. 270).



Foram duas, portanto, as inovações apresentadas por este último diploma legal: (i) a indicação de que apenas o estatuto de companhia fechada pode impor limitações à circulação de ações, vedando-se, a *contrario sensu*, o estabelecimento de qualquer restrição no estatuto de companhia aberta; e (ii) a previsão de que a limitação que não decorra da versão original do estatuto, mas venha a se apresentar como fruto de uma alteração estatutária, realizada já no curso da vida social, somente se aplicará aos acionistas que com ela expressamente concordarem, mediante pedido de averbação no Livro de Registro de Ações Nominativas.

Em seus Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, Modesto Carvalhosa<sup>23</sup> elenca os seguintes possíveis “objetivos da restrição”: a) impedir a entrada de pessoas estranhas ou de concorrentes que possam perturbar a sociedade e a sua administração; b) limitar a “prosperidade acionária” a determinadas categorias de pessoas, conforme profissão, nacionalidade ou qualquer outro critério; c) garantir a estabilidade da administração ou do controle da companhia; d) manter o equilíbrio entre grupos (familiares ou não) que compõem o colégio acionário; e e) encaminhar um ramo familiar ou grupo de acionistas à obtenção futura do controle da companhia. Ao final, salienta que “todos esses objetivos atendem à vocação *intuitu personae* da sociedade e, assim, ao seu caráter familiar ou fechado”, indicando também considerar que, em determinadas situações, as companhias fechadas podem se aproximar das sociedades de pessoa.

No cenário nacional, o direito de preferência se apresenta como a mais usual das limitações estatutárias à circulação de ações<sup>24</sup>. Em apertada síntese, frequentemente prevê-se que, antes de transferir

---

<sup>23</sup> *Comentários à lei de sociedades anônimas*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 1, p. 451.

<sup>24</sup> Nesse sentido: COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 139; BORBA, José Edwaldo Tavares. Op. cit. p. 268; LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 1, p. 388; REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 117; e CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 6.19.

suas participações acionárias a terceiros estranhos ao capital, deverá o acionista notificar os demais sócios e/ou a própria companhia, para que estes exerçam, se desejarem, o direito de adquirir as referenciadas ações, pelo mesmo preço e observadas as mesmas condições oferecidas pelo terceiro.

Pode haver outras cláusulas dedicadas à limitação da circulação das ações, prevendo-se, por exemplo, que elas somente poderão ser transferidas para brasileiros. Contudo, a restrição sempre deverá ser regulada de modo minucioso e jamais poderá impedir a negociação das ações ou sujeitar o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria dos acionistas<sup>25</sup> e <sup>26</sup>.

Faz-se necessário enfatizar que as restrições contempladas no artigo 36 aplicam-se apenas às cláusulas voltadas à limitação da circulação de ações previstas nos estatutos. Nada impede que os acionistas de uma companhia, seja ela fechada ou aberta, celebrem um acordo de acionistas com o escopo de regular a compra e venda de ações de modo mais *firme* do que aquele permitido pelo preceito em

---

<sup>25</sup> Ao comentar o artigo 36 da Lei nº. 6.404/76, Fran Martins afirma que “dentre as restrições que o estatuto pode impor à circulação das ações nominativas destacam-se: a) as que estipulam que as ações só podem ser vendidas a estranhos, depois de oferecidas a outros acionistas e por esses recusadas; b) as que determinam que as ações só podem ser vendidas a outros acionistas; c) as que estabelecem que da companhia só podem ser acionistas pessoas pertencentes a uma mesma profissão, donde não poderem as ações ser vendidas a pessoas que tenham profissão diversa” (*Comentários à lei das sociedades anônimas*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 137). Temos dificuldade em reconhecer a legalidade da hipótese contemplada na alínea “b”. Em determinadas situações, a depender do número de integrantes da companhia fechada e da própria intensidade da concentração de suas ações, a previsão de que elas somente podem circular entre aqueles que já ostentam o *status socii* pode representar um real impedimento à circulação ou até mesmo a efetiva sujeição daquele que deseja se desfazer de sua participação à maioria dos acionistas.

<sup>26</sup> Exemplificativamente, Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro salientam que “não teriam cabimento cláusulas que subordinassem a transferência das ações à idoneidade do cessionário, vazada em termos genéricos e inteiramente subjetivos, permitindo livre apreciação por parte dos administradores ou dos demais acionistas” (*Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 1, p. 239).

comento, prevendo-se, por exemplo<sup>27</sup>, que os subscritores do pacto parassocial obrigam-se a não transferir suas ações a terceiros sem a concordância dos demais celebrantes do acordo ou sem antes oferecê-las preferencialmente a estes últimos.

Com efeito, o legislador optou por balizar, de modo claro e objetivo, a cláusula estatutária que verse sobre a limitação à circulação de ações, a qual se aplicará indistintamente a todos os acionistas da companhia fechada, caso conste desde a versão original do estatuto, ou àqueles que com ela expressamente concordaram, na hipótese de decorrer de alteração estatutária, realizada já no curso da vida social. Todavia, as primeiras palavras do *caput* do artigo 36 evidenciam que essas balizas não se aplicam àquelas limitações que venham a ser previstas no bojo de um acordo celebrado por acionistas de uma sociedade anônima fechada ou aberta.

No âmbito da companhia fechada, o pacto parassocial pode ser celebrado por um grupo de acionistas ou até mesmo pela totalidade daqueles que ostentem a condição de sócio. Já na companhia aberta, o acordo poderá alcançar os detentores do controle ou até mesmo um grupo de minoritários que opte por se organizar para fazer jus a determinadas vantagens das quais não se beneficiariam se caminhassem solitariamente ao longo da vida social. Seja como for, as limitações à circulação de ações previstas no corpo de um acordo de acionistas vinculam apenas os seus subscritores. Imperam, aqui, os princípios da autonomia da vontade e da relatividade dos contratos.

No Direito francês, a limitação à circulação das ações pode se dar através da chamada *clause d'agrément*, que consiste em uma disposição estatutária segundo a qual a cessão de ações deve ser submetida à concordância da companhia, sendo certo que ela pode optar por não aprovar o nome do cessionário<sup>28</sup>. Nas palavras de Marie-Hélène Monsérié-Bon e Laurent Grosclaude<sup>29</sup>:

---

<sup>27</sup> Ibidem. p. 237.

<sup>28</sup> A matéria vem regulada nos artigos L228-23, L228-24 e L228-26 do *Code de Commerce*.

<sup>29</sup> Op. cit. p. 318.

Les clauses d'agrément sont valables dans les cessions à des tiers ou entre actionnaires. En revanche, leur jeu est écarté en cas de succession, de liquidation du régime matrimonial ou de cession, soit à un conjoint, soit à un ascendant ou à un descendant.

La demande d'agrément indiquant les nom, prénom et adresse du cessionnaire, le nombre des titres dont la cession est envisagée et le prix offert, est notifiée à la société. L'agrément résulte, soit d'une notification par la société au cédant, soit du défaut de réponse dans un délai de trois mois.

Si la société n'agrée pas le cessionnaire proposé, elle est tenue, dans le délai de trois mois à compter de la notification du refus, de faire acquérir les titres, soit par un actionnaire ou par un tiers<sup>30</sup>. Le prix de cession est déterminé d'un commun accord entre l'associé cédant et la SARL, ou à défaut d'accord, par un expert nommé le cas échéant en justice (art. 1843-4 C. civ.).

#### IV – O DIREITO DE RECESSO

O acionista de uma companhia fechada também pode optar por deixá-la através do exercício do direito de recesso<sup>31</sup>, que traduz um direito essencial, não podendo, por isso, ser afastado pelo estatuto ou

---

<sup>30</sup> O segundo parágrafo do artigo L228-24 do *Code de Commerce* estabelece que a aquisição dos títulos deverá se dar seja por um acionista ou por um terceiro, seja, com o consentimento do cedente, pela própria sociedade, com a redução de seu capital.

<sup>31</sup> O direito de recesso nasceu com o Código Civil Italiano de 1882. Todavia, apenas chegou ao Brasil com o advento do Decreto nº. 3.708/1919, que introduziu em nosso ordenamento jurídico a *sociedade por quotas de responsabilidade limitada* e a regulou, de forma lacônica, é bem verdade, em apenas dezoito artigos. Um desses dezoito artigos dedicava-se justamente à disciplina do recesso e assim dispunha: “Art. 15. Assiste aos sócios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço approved. Ficam, porém, obrigados às prestações correspondentes às quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessárias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social”. Sobre a origem do direito de recesso, confira-se: LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. II, p. 234-239.

pela assembleia geral, nos moldes do artigo 109, inciso V, da Lei nº. 6.404/76.

No âmbito das sociedades anônimas – diferentemente do que se verifica entre as sociedades contratuais<sup>32</sup> reguladas pelo Código Civil – a via do direito de recesso só se abre ao acionista em algumas situações específicas, expressamente contempladas na Lei nº. 6.404/76. As hipóteses de recesso estão revestidas do caráter *numerus clausus*, não podendo ser afastadas ou ampliadas por disposição estatutária. Como neste tipo societário impera a livre cessão ou circulação das ações, o direito de recesso se apresenta como um caminho alternativo e excepcional para o rompimento do vínculo social.

Ainda à luz do Decreto-Lei nº. 2.627/40, que dedicava o seu artigo 107 ao direito de recesso, Eunápio Borges<sup>33</sup> tecia as seguintes considerações:

Nas sociedades anônimas tem, em regra, a maioria os mais amplos poderes. Os dissidentes, normalmente, não têm senão o recurso de retirar-se da sociedade pela venda de suas ações (nem sempre encontram compradores...) ou de bater às portas da Justiça que, se fôr o caso, dará o corretivo contra decisões tomadas contra a lei ou com manifesto abuso de direito. Há deliberações, no entanto, que pelas profundas e importantes modificações que acarretam para a vida da sociedade ou os direitos dos acionistas dão aos que a elas se opuserem o direito de retirar-se da sociedade mediante o reembolso do valor de suas ações.

Nas precisas palavras de Egberto Lacerda Teixeira e José Alexandre Tavares Guerreiro<sup>34</sup>, o direito de recesso funciona como

---

<sup>32</sup> Sobre o exercício do direito de recesso especificamente no âmbito das sociedades limitadas, confira-se CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. O recesso na sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 115-153.

<sup>33</sup> *Curso de direito comercial terrestre*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1967. p. 442.

um “contrapeso ao poder decisório das maiorias deliberantes, em matérias que atingem de forma substancial a vida da sociedade” e, “por assim dizer, equilibra as conveniências das minorias dissidentes e o interesse geral da sociedade, constituindo fórmula capaz de harmonizar os direitos dos vencidos com o princípio majoritário, que forçosamente há de governar os destinos da companhia”. Na sequência, com propriedade, os aludidos comercialistas arrematam aduzindo que “o recesso coloca-se, assim, como uma prerrogativa individual do acionista minoritário vencido por uma decisão válida da maioria tomada no interesse da companhia”.

Desse modo, diante de uma decisão validamente tomada pela maioria sobre uma matéria de substancial interesse para a companhia<sup>35</sup> e expressamente reconhecida pelo legislador como ensejadora do recesso, o acionista dissidente – ainda que (i) não tenha comparecido ao conclave; (ii) tenha participado e optado por se abster de votar; ou (iii) titularize apenas ações preferenciais sem direito de voto – poderá optar por se desligar da companhia, mediante o reembolso<sup>36</sup> do valor de suas ações<sup>37</sup>.

No que tange especificamente à sua natureza jurídica, parece-nos que “o recesso traduz uma declaração unilateral de vontade do

---

<sup>34</sup> *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 1, p. 426-427.

<sup>35</sup> Nas palavras de José Waldecy Lucena, essas matérias seriam “as chamadas bases essenciais da sociedade” (*Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. II, p. 236).

<sup>36</sup> Nos termos do *caput* artigo 45 da Lei nº. 6.404/76, “o reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembleia geral o valor de suas ações”. As regras vinculadas ao valor, ao modo e ao prazo de pagamento do reembolso, bem como à falência da sociedade devedora do reembolso, estão declinadas ao longo dos parágrafos do referido preceito.

<sup>37</sup> Cabe, aqui, mencionar que o §3º do artigo 137 da Lei nº. 6.404/76 contempla a possibilidade de os órgãos de administração convocarem a assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação ensejadora do recesso, 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 sociedade.

acionista dissidente”. Ademais, “é um direito potestativo, irrenunciável e de ordem pública”<sup>38</sup>.

Escapa nitidamente ao objeto deste trabalho a abordagem analítica de todas as hipóteses vinculadas ao direito de recesso contempladas na Lei nº. 6.404/76. Desse modo, antes de avançarmos para o próximo item, apresentaremos uma sumária listagem das situações que fazem com que essa via se abra ao acionista dissidente, ainda que algumas delas apenas digam respeito às companhias abertas.

A *primeira* hipótese vincula-se à criação de ações preferenciais ou ao 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 (artigo 136, inciso I). De todo modo, nos termos do inciso I do artigo 137, “somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas”.

A *segunda* relaciona-se com a alteração nas preferências, nas vantagens e nas condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou a criação de nova classe mais favorecida (artigo 136, inciso II). Também neste caso, nos moldes do mesmo inciso I do artigo 137, apenas os titulares de ações de espécie ou classe prejudicadas farão jus ao direito de recesso.

A *terceira* liga-se à redução do dividendo obrigatório (artigo 136, inciso III).

A *quarta* refere-se à fusão da companhia ou à sua incorporação em outra<sup>39</sup> (artigo 136, inciso IV). Todavia, neste caso, o exercício do

---

<sup>38</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 9.11.

<sup>39</sup> No que tange ao exercício do direito de recesso em função da incorporação de uma determinada companhia por outra, faz-se necessário destacar que o artigo 264 da Lei nº. 6.404/76 cuida especificamente da incorporação de companhia controlada por sua controladora, dedicando-se à disciplina do cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada, que deverá constar da justificativa apresentada à assembleia geral desta sociedade. Nesse passo, o §3º do citado preceito conta com a seguinte redação: “Se as relações de substituição das ações dos acionistas não controladores, previstas no protocolo da incorporação, forem menos vantajosas que as resultantes da comparação prevista neste artigo, os acionistas dissidentes da deliberação da assembleia geral da

direito de recesso fica, por força do disposto no inciso II do artigo 137, condicionado ao seguinte fato: seja o dissidente titular de ação de espécie ou classe que não tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver liquidez “quando a espécie ou classe de ação, ou certificado que a represente, integre índice geral representativo de carteira de valores mobiliários admitido à negociação no mercado de valores mobiliários, no Brasil ou no exterior, definido pela Comissão de Valores Mobiliários” e dispersão “quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”. Impende, ainda, observar o disposto no artigo 230<sup>40</sup>.

A *quinta* vincula-se à participação em grupo de sociedades (artigo 136, inciso V), sendo certo que, aqui também, a teor do disposto no inciso II do artigo 137, o recesso somente poderá ser exercido por titular de ação de espécie ou classe que não possua liquidez e dispersão no mercado. Ademais, cabe observar o disposto no artigo 270<sup>41</sup>.

A *sexta* relaciona-se com a mudança do objeto da companhia (artigo 136, inciso VI).

---

controlada que aprovar a operação, poderão optar, no prazo previsto no art. 230, entre o valor de reembolso fixado nos termos do art. 45 e o valor apurado em conformidade com o disposto no *caput*, observado o disposto no art. 137, inciso II”. Em nossa visão, a regra constante do §3º do artigo 264 não se apresenta como mais uma hipótese (ou uma hipótese autônoma) ensejadora do exercício do direito de recesso, na medida em que já se encontra inserida no *gatilho* da incorporação, previsto no artigo 136, inciso IV e no *caput* do artigo 137. Parece-nos que o referido §3º reflete tão somente uma regra especial sobre o cálculo do reembolso atrelado à incorporação de sociedade controlada pela sua controladora.

<sup>40</sup> Artigo 230: “Nos casos de incorporação ou fusão, o prazo para exercício do direito de retirada, previsto no art. 137, inciso II, será contado a partir da publicação da ata que aprovar o protocolo ou justificação, mas o pagamento do preço de reembolso somente será devido se a operação vier a efetivar-se”.

<sup>41</sup> Artigo 270: “A convenção de grupo deve ser aprovada com observância das normas para alteração do contrato social ou do estatuto (art. 136, V). Parágrafo único. Os sócios ou acionistas dissidentes da deliberação de se associar a grupo têm direito, nos termos do artigo 137, ao reembolso de suas ações ou quotas”.



A *sétima* liga-se à cisão da companhia (artigo 136, inciso IX), caso ela venha a 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 (inciso III do artigo 137).

A *oitava* refere-se à transformação que não dependa do consentimento unânime e esteja prevista no estatuto (*caput* do artigo 221).

A *nona* vincula-se à incorporação, à fusão ou à cisão que envolvam companhia aberta, mas não observem a regra estabelecida no §3º do artigo 223<sup>42</sup> (§4º do artigo 223<sup>43</sup>).

A *décima* relaciona-se com a aquisição, por desapropriação efetuada por pessoa jurídica de direito público, do controle de companhia em funcionamento, salvo se já se encontrava sob o controle direto ou indireto de outra pessoa jurídica de direito público ou no caso de concessionária de serviço público (parágrafo único do artigo 236).

A *décima primeira*, liga-se ao cenário de incorporação de todas as ações do capital social de uma determinada companhia ao patrimônio de outra companhia brasileira, para convertê-la em subsidiária integral. Tanto a deliberação tomada na assembleia geral da incorporadora, como aquela tomada no conclave da companhia cujas ações houverem de ser incorporadas ensejam o exercício do direito de recesso por parte dos dissidentes, desde que titularizem

---

<sup>42</sup> §3º do artigo 223: “Se a incorporação, fusão ou cisão envolverem companhia aberta, as sociedades que a sucederem serão também abertas, devendo obter o respectivo registro e, se for o caso, promover a admissão de negociação das novas ações no mercado secundário, no prazo máximo de cento e vinte dias, contados da data da assembleia geral que aprovou a operação, observando as normas pertinentes baixadas pela Comissão de Valores Mobiliários”.

<sup>43</sup> §4º do artigo 223: “O descumprimento do previsto no parágrafo anterior dará ao acionista direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), nos trinta dias seguintes ao término do prazo nele referido, observado o disposto nos §§1º e 4º do art. 137”.

ações de espécies ou classes que não possuam liquidez e dispersão no mercado, nos moldes do já citado inciso II do artigo 137 (§§1º e 2º do artigo 252). Aqui, a exemplo do que ocorre na *quarta* hipótese acima destacada, cabe observar o disposto no artigo 230.

Por derradeiro, a *décima segunda* refere-se à aquisição, por companhia aberta, do controle de sociedade empresária, observado o disposto no artigo 256, notadamente em seu §2º. Em síntese, essa compra dependerá de deliberação tomada na assembleia geral da companhia adquirente sempre que: (i) o preço da compra representar para ela um investimento relevante; ou (ii) o preço médio de cada ação ou quota ultrapassar uma vez e meia o maior dos seguintes valores: (a) cotação média das ações em bolsa ou no mercado de balcão organizado, durante os noventa dias anteriores à data da contratação; (b) valor de patrimônio líquido da ação ou da quota, avaliado o patrimônio a preços de mercado; e (c) valor do lucro líquido da ação ou da quota, que não poderá ser superior a quinze vezes o lucro líquido anual por ação nos dois últimos exercícios sociais, atualizado monetariamente. Se o preço da aquisição ultrapassar uma vez e meia o maior dos três valores declinados em (a), (b) e (c) deste parágrafo, os dissidentes poderão exercer o seu direito de recesso, desde que titularizem ações de espécies ou classes que não possuam liquidez e dispersão no mercado, à luz do mencionado inciso II do artigo 137<sup>44</sup>.

## **V – A DISSOLUÇÃO PARCIAL DA SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA, ANTE A IMPOSSIBILIDADE DO PREENCHIMENTO DO SEU FIM**

O Código Comercial de 1850 já contemplava, em seu artigo 295, nº. 3, regra segundo a qual a sociedade anônima poderia ser

---

<sup>44</sup> Já no bojo das disposições transitórias da Lei nº. 6.404/76 foram previstos outros dois *gatilhos* do direito de recesso, os quais não repercutem atualmente: o primeiro encontra-se no §4º do artigo 296 e o segundo, no artigo 298, inciso III.

dissolvida mostrando-se que não conseguiria “preencher o intuito e fim social”<sup>45</sup>.

Essa possibilidade foi preservada pela Lei nº. 3.150/1882, que em seu artigo 17, 6º, estabeleceu que “as sociedades ou companhias anonyms” se dissolveriam mostrando-se que lhes era “impossível preencherem o fim social”<sup>46</sup>, e também pelo Decreto nº. 8.821/1882 (que regulamentou a referida lei), cujo artigo 77, 7º, ditou que a dissolução poderia resultar da demonstração de que a sociedade anônima não teria condições de “preencher o seu fim por insuficiência de capital, ou por qualquer outro motivo”.

Na sequência, foi a vez do artigo 17, 6º, do Decreto nº. 164/1890 preceituar que a dissolução das companhias se verificaria mostrando-se que lhes seria “impossível preencherem o fim social”<sup>47</sup>.

No ano seguinte, o Decreto nº. 434/1891 também cuidou da matéria, prevendo, em seu artigo 148, 7º, que a dissolução poderia se dar mediante a comprovação de que a sociedade anônima não conseguiria “preencher o seu fim, por insuficiência de capital, ou por

---

<sup>45</sup> O referido diploma continha, ainda, um dispositivo dedicado à dissolução judicial das sociedades comerciais que contava com a seguinte redação: “Art. 336. As mesmas sociedades podem ser dissolvidas judicialmente, antes do período marcado no contrato, a requerimento de qualquer dos sócios: 1 – mostrando-se que é 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; 2 – por inabilidade de alguns dos sócios, ou incapacidade moral ou civil, julgada por sentença; 3 – por abuso, prevaricação, violação ou falta de cumprimento das obrigações sociais, ou fuga de algum dos sócios”.

<sup>46</sup> A redação do dispositivo prosseguia, com o seguinte teor: “No caso de perda de metade do capital social, os administradores devem consultar a assembléa geral sobre a conveniencia de uma liquidação antecipada. No caso, porém, de que a perda seja de tres quartos do capital social, qualquer accionista pôde requerer a liquidação judicial da sociedade”.

<sup>47</sup> À semelhança do referido preceito da Lei nº. 3.150/1882, lia-se na sequência do artigo 17, 6º, do Decreto nº. 164/1890: “No caso de perda da metade do capital social, os administradores devem consultar a assembléa geral sobre a conveniencia de liquidação antecipada. Caso, porém, a perda seja de tres quartos do capital social, qualquer accionista pôde requerer a liquidação judicial da sociedade”.

qualquer outro motivo”. Ao fazê-lo, resgatou a redação do já mencionado artigo 77, 7º, do Decreto nº. 8.821/1882.

Já no século XX, o Decreto-Lei nº. 2.627/1940, em seu artigo 138, alínea *b*, inovou ao prever que a sociedade entraria “em liquidação judicial”, por decisão definitiva e irrecurável, proferida em ação proposta por acionistas que representassem “mais de um quinto do capital social” e provassem “não poder ela preencher o seu fim”<sup>48</sup>.

Por fim, a matéria passou ser disciplinada pelo artigo 206, inciso II, alínea *b*, da Lei nº. 6.404/76, que conta com a seguinte redação:

Dissolve-se a companhia:

[...]

II – por decisão judicial:

[...]

b) quando provado que não pode preencher o seu fim, em ação proposta por acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social.

---

<sup>48</sup> Enquanto ainda vigia o Decreto-Lei nº. 2.627/40, Eunápio Borges assim anotava: “Como as pessoas naturais, as sociedades comerciais pessoas jurídicas nascem, desenvolvem-se, têm vida mais ou menos longa e também morrem. Nem sempre da morte natural prevista nos seus contratos ou atos constitutivos. Às vezes prematuramente, golpeadas pelas desavenças entre os sócios, ou vítimas de maus negócios, sem terem realizado os seus fins. Pela vontade dos sócios, ou pelas causas previstas na lei, no contrato ou nos estatutos, elas se extinguem, através da dissolução e da liquidação. Como as mortes súbitas das pessoas físicas, a dissolução das sociedades é às vezes instantânea, verificando-se de pleno direito, por força da lei. Outras vezes o seu processo lembra o das enfermidades mais ou menos longas, que se podem combater, evoluindo às vezes favoravelmente para a cura ou agravando-se irremediavelmente até a dissolução, isto é, a morte. Esta nem sempre é reconhecida por todos, exigindo freqüentemente, para a sua prova ou verificação, o atestado de óbito judicial... E como para o homem, há também para as sociedades ao lado da morte real, definitiva, a morte aparente: depois de uma fase mais ou menos longa, a sociedade, do estado de liquidação em que se achava, – morte aparente, – retoma o seu estado de vida normal. Dir-se-ia que houve ressurreição; mas, no caso, não é mister recorrer ao milagre. O símile da morte aparente, seguida de retorno feliz à vida, – que não chegara a extinguir-se totalmente, – basta para explicar o fenômeno: a sociedade, dissolvida pela declaração de sua falência, obtém concordata; a sociedade anônima em fase de liquidação é resposta em sua vida normal por deliberação de seus acionistas etc.” (Op. cit. p. 505).

Com o advento da Lei nº. 6.404/76, resgatou-se a menção à *dissolução* e passou-se a exigir que a iniciativa partisse de acionistas que representassem ao menos 5% do capital social.

Uma vez apresentado esse breve retrospecto acerca do tratamento conferido à matéria pelos diplomas legais que antecederam a Lei nº. 6.404/76, cumpre-nos enfrentar as seguintes questões: o preceito em comento albergaria o que se convencionou chamar de ruptura ou quebra da *affectio societatis*? Caso positivo, em que medida isso se daria?

A causa de dissolução contemplada no artigo 206, inciso II, alínea *b*, possivelmente traduz a “mais polêmica”<sup>49</sup> e a “mais desafiadora”<sup>50</sup> entre as arroladas pela lei. De fato, a doutrina tem se empenhado tentar estabelecer os limites, as fronteiras, desta regra aberta. Nesse passo, José Waldecy Lucena<sup>51</sup> apresenta os seguintes exemplos:

- a*) a falta do capital necessário, revelado insuficiente para a atividade em vista e considerada a impossibilidade fática de seu aporte pelos acionistas; *b*) a impossibilidade de aquisição de insumo essencial ao processo de fabricação dos bens objeto de sua atividade; *c*) a não-renovação de patente necessária ao processo produtivo; *d*) a continuada inatividade da assembleia (CCv italiano, art. 2484, 3); *e*) a realização completa do objeto social ou a superveniência de impossibilidade de sua realização (CCv italiano, art. 2484, 2); *f*) a não-distribuição de dividendos; *g*) a discórdia entre os acionistas; *h*) a não-realização do objeto social.

Poderiam, ainda, somar-se a essas causas a superveniente proibição legal da atividade econômica em que se constitui o objeto

---

<sup>49</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. III, p. 174.

<sup>50</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 17.3.

<sup>51</sup> *Das sociedades anônimas: Comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. III, p. 176.

social<sup>52</sup>; a obsolescência dos bens produzidos ou dos meios necessários à produção<sup>53</sup>; a inexistência de mercado suficiente para o produto ou o serviço oferecido<sup>54</sup>; a perda de uma qualificação especial exigida para que o objeto possa ser alcançado (como, por exemplo, o controle por brasileiros)<sup>55</sup>; e o desaparecimento, por qualquer motivo, da demanda interna por um produto cuja importação traduz o objeto social<sup>56</sup>.

Como o presente estudo volta-se justamente para a análise dos diversos meios de que o acionista de uma sociedade anônima fechada dispõe para deixá-la por sua própria iniciativa, não nos debruçaremos – como o próprio título deste item V evidencia – sobre aquelas situações de não preenchimento de fim que ensejam a *dissolução total* da companhia, mas apenas sobre as que viabilizam a sua *dissolução parcial*, pois apenas nesses casos, ressalte-se, o acionista efetivamente poderá *deixar* a sociedade<sup>57</sup>.

Feito esse necessário esclarecimento, cabe retomar o ponto nodal deste tópico, qual seja, checar se a chamada quebra da *affectio societatis* se compatibiliza ou não com o preceito legal em comento.

A doutrina diverge; e o faz de modo extremo.

Por um lado, há quem entenda que “admitir dissolução parcial da companhia por quebra da *affectio societatis* significa conferir ao

---

<sup>52</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 17.3.

<sup>53</sup> Loc. cit.

<sup>54</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 491.

<sup>55</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. v. 2, p. 626.

<sup>56</sup> Ibidem. p. 627.

<sup>57</sup> O vocábulo “deixar” está sendo empregado neste trabalho como sinônimo de sair, afastar-se e retirar-se. Sempre que utilizamos esta palavra, consideramos que a companhia (que está sendo deixada pelo acionista; da qual ele se afasta e se retira) seguirá existindo. Justamente por isso, focamos nas causas de impossibilidade de preenchimento do fim que guardam relação com a *dissolução parcial*.

acionista minoritário o que a lei proíbe ao acionista controlador, ou seja, poder de promover a liquidação de companhia próspera<sup>58 e 59</sup>.

Por outro lado, há quem se posicione no extremo oposto, como José Waldecy Lucena<sup>60</sup>, que se vale das seguintes palavras:

Em suma, não se há de negar, de um modo geral, ao acionista desembuído de *affectio societatis*, o direito de se desligar de sociedade anônima, já que, como se diz em doutrina de França, o sócio não pode ser prisioneiro de seu título, o que atentaria contra sua liberdade individual, doutrina essa incluída no rol de *direitos e garantias fundamentais* assegurados pela Constituição brasileira, qual se lê do inciso XX, do artigo 5º: “ninguém poderá ser compelido a associar-se ou a permanecer associado”.

Desse conclusivo asserto há de ser excluído, no entanto e como já excepcionávamos supra, um pequeno número de companhias abertas, as quais não se sujeitam à construção pretoriana de *dissolução parcial*, pelo óbvio motivo de que os acionistas já dispõem de meio de liberar-se do vínculo societário, mediante alienação de suas ações no mercado de valores mobiliários.

Adiante, arremata<sup>61</sup> sustentando ser

difícil negar a *dissolução parcial* de uma sociedade anônima (ainda que *próspera*), seja ela uma sociedade familiar fechada, seja uma companhia aberta, cujas ações não tenham liquidez, sob invocação de fórmulas

---

<sup>58</sup> SANTOS, Paulo Penalva. Dissolução da companhia. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II, p. 1.846.

<sup>59</sup> Fábio Ulhoa Coelho parece também posicionar-se contrariamente à dissolução parcial da sociedade, com amparo no artigo 206, inciso II, alínea *b*, em função da quebra da *affectio societatis*. Isto porque, ao tratar da “irrealizabilidade do objeto social”, apenas reconhece poder ela “configurar-se também no caso de grave desinteligência entre os sócios” na sociedade limitada, e não na sociedade anônima (Op. cit. p. 491-492).

<sup>60</sup> *Das sociedades anônimas*: Comentários à lei. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. III, p. 223-224.

<sup>61</sup> *Ibidem*. p. 227.

rígidas (uma espécie de *sumum ius* formalista), que sacrificam a equilibrada conciliação que a *dissolução parcial* enseja entre a saída do acionista, que não quer mais permanecer associado, e a preservação da sociedade pelos demais acionistas [...].

Em nossa visão, a solução desta delicada questão não reside em quaisquer dos dois extremos. Acreditamos que a desinteligência grave e irremediável entre os acionistas de uma companhia fechada – que pode estar associada a um quadro de opressão protagonizada por alguns em face de outros e até mesmo de estagnação da assembleia geral – estaria sim contemplada na hipótese preconizada pelo artigo 206, inciso II, alínea *b*, da Lei nº. 6.404/76. Mas é preciso que se receba essa assertiva com cautela: não se está aqui a defender a possibilidade de o acionista requerer em Juízo, em função de *qualquer* divergência, a dissolução parcial de *qualquer* sociedade anônima.

O gatilho que viabiliza essa hipótese é algo bem distinto de um mero desentendimento<sup>62</sup>, de um aborrecimento passageiro, de uma desarmonia conjuntural, de uma divergência momentânea ou de uma simples rusga. Trata-se de algo grave, forte e irremediável, capaz de colocar a sociedade e seus sócios em estado de desgaste extremo e, muitas vezes, de constante comoção.

Sérgio Campinho, em sua nova obra dedicada exclusivamente às sociedades anônimas, após mencionar que as companhias se enquadram principiologicamente como sociedades de capital, sustenta que<sup>63</sup>:

a evolução dos fatos sociais vem conduzindo à necessidade de se admitir a visualização, em certas estruturas de sociedades anônimas com capital fechado, de um caráter personalista a fundamentar sua criação e

---

<sup>62</sup> Carlos Klein Zanini anota que “não é qualquer desentendimento entre os sócios que irá autorizar a dissolução, até mesmo porque é próprio do ambiente societário a coexistência de opiniões dissonantes” (*A dissolução judicial da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 226).

<sup>63</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 17.3.



dinâmica na exploração do objeto social. Não são raros os casos em que se identifica a figura dos sócios, nestas sociedades, como elemento fundamental e preponderante da formação societária. Elas vivem e progridem atreladas à qualidade pessoal dos sócios que integram o quadro de acionistas, sendo determinante, dentre outros fatores, o conhecimento e confiança recíprocos, a capacitação de todos os membros para o negócio, o escopo de gerar e manter a riqueza circunscrita a um grupo fechado etc. Exemplos concretos desse fenômeno são as sociedades ditas familiares, inacessíveis a estranhos, cujas ações circulam entre os poucos acionistas que a compõem. São elas, assim, formadas *cum intuitu personae*, pois o *animus* que se requer dos sócios não é apenas material, mas fundamentalmente pessoal.

Constatada essa situação, reunindo a companhia fechada a condição de sociedade *intuitu personae*, pode ela ser dissolvida, e de forma parcial, quando se verificar que ruptura da *affectio societatis* é impeditiva para que a sociedade alcance ou preencha o seu fim. A desinteligência grave e irremediável entre seus acionistas, mormente se implicar o embaraço ou a estagnação das atividades sociais, constitui-se em causa determinante para o desfazimento do vínculo societário. E, nessas hipóteses especiais, nada impede que a dissolução pretendida se realize de forma parcial.

Em verdade, o citado autor defende esse entendimento de longa data, mais precisamente desde o ano de 1995, quando publicou, na Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ, trabalho intitulado *A dissolução da sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento de seu fim*<sup>64</sup>.

E essa realidade não precisa estar necessariamente associada a um quadro de prejuízo, ou seja, nada impede que a impossibilidade do

---

<sup>64</sup> CAMPINHO, Sérgio. A dissolução da sociedade anônima por impossibilidade de preenchimento de seu fim. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ*, Rio de Janeiro: Renovar, n.º. 3, p. 85-90, 1995. Esse trabalho também integra apêndice do livro *O direito de empresa à luz do Código Civil*. 13ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, do mesmo autor.

preenchimento do fim ocorra em um cenário de prosperidade. Nas palavras de Carlos Klein Zanini<sup>65</sup>:

Alguns autores chegam a afirmar que a materialização da impossibilidade depende, sempre, da ausência de lucros. A falta de lucros seria, nessa ótica, como que um elemento integrante do tipo normativo. Ou seja, até poderiam concorrer outros fatores para a dissolução da sociedade, contudo, estes teriam de trazer consigo, obrigatoriamente, a ausência de lucros. A prosperidade econômica da sociedade se constituiria, portanto, em fator impeditivo da dissolução pela impossibilidade de preencher seu fim.

Tal linha de argumentação não se nos afigura, contudo, inteiramente procedente. Com efeito, parece-nos excessivamente simplista a redução do conceito do fim da sociedade à geração de lucros. Certo que o *animus lucrandi* é inerente à sociedade anônima, integrando seu fim. Porém, o fim da sociedade anônima é maior do que o intuito de lucro. A finalidade lucrativa compõe o conceito complexo de fim da companhia, mas não o esgota. Disso decorre que nenhuma sociedade anônima pode preencher seus fins se não tem por objetivo a geração de lucros. No entanto, como se procurará demonstrar doravante, não se pode dizer que o só fato de uma sociedade explorar lucrativamente seu objeto importe num reconhecimento automático de que esteja preenchendo seus fins.

Esta questão pode se fazer ainda mais clara se considerarmos – como o faz Sérgio Campinho<sup>66</sup> – que toda sociedade anônima possui, como *fim mediato*, a obtenção de lucro; e, como *fim imediato*, a atividade econômica desempenhada. Quando se está diante da ausência de lucros, contata-se a impossibilidade de preenchimento do fim mediato da companhia. E tal fato possibilita, por si só, o requerimento da dissolução parcial da sociedade com amparo no artigo 206, inciso II, alínea *b*, da Lei nº. 6.404/76. Mas isso não é tudo.

---

<sup>65</sup> Op. cit. p. 150.

<sup>66</sup> CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, no prelo, item 2.8.

O fim da companhia não se esgota nesse ponto. Justamente por isso, a desinteligência grave e irremediável entre os acionistas também pode ensejar, isoladamente e ainda que haja lucros, a dissolução parcial da companhia, com fundamento no referido preceito.

Ademais, acreditamos que essa possibilidade – de dissolução parcial da companhia fechada, ante a impossibilidade do preenchimento de seu fim, em função da desinteligência grave e irremediável entre os acionistas, que conduz à irreversível ruptura da *affectio societatis* – apenas se compatibiliza com aquelas sociedades anônimas fechadas que, de fato, estejam marcadas pela convivência de um determinado número de pessoas conhecidas entre si, as quais possuam vínculos de parentesco ou guardem um relacionamento próximo, amparado em pilares de confiança recíproca, atributos pessoais e capacitação para o negócio explorado pela sociedade. Como destacamos no item II deste artigo, nessas situações especiais, as companhias fechadas estarão mais afinadas com o perfil das sociedades de pessoa do que com o perfil das sociedades de capital. Apenas essas sociedades, diante desse quadro peculiar e, enfatize-se, especial, poderiam vir a ser parcialmente dissolvidas com amparo nesse argumento.

Não conseguimos, portanto, estender essa possibilidade para uma companhia aberta – que é sociedade de capital por excelência – por menores que sejam a liquidez e a dispersão de suas ações. Em verdade, o legislador já se dedicou a proteger os acionistas minoritários das companhias abertas desse *mal*. A Lei nº. 10.303/2001 incluiu, no artigo 4º da Lei nº. 6.404/76, um §6º com a seguinte redação:

O acionista controlador ou a sociedade controladora que adquirir ações da companhia aberta sob seu controle que elevem sua participação, direta ou indireta, em determinada espécie e classe de ações à porcentagem que, segundo normas gerais expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, impeça a liquidez de mercado das ações remanescentes, será obrigado a fazer oferta pública, por preço determinado nos termos do §4º, para

aquisição da totalidade das ações remanescentes no mercado<sup>67</sup>.

Por derradeiro e antes de avançarmos para o item seguinte, faz-se necessário destacar que o Superior Tribunal de Justiça pacificou o seu entendimento no sentido de que “é possível a dissolução de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis*”. Nesse passo, faz-se oportuno reproduzir as seguintes ementas:

---

<sup>67</sup> Em complementação, o artigo 26 da Instrução CVM nº. 361 de 2002 assim estabelece: “Art. 26. A OPA por aumento de participação, conforme prevista no §6º do art. 4º da Lei 6.404, de 1976, deverá realizar-se sempre que o acionista controlador, pessoa a ele vinculada, e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada, adquiram, por outro meio que não uma OPA, ações que representem mais de 1/3 (um terço) do total das ações de cada espécie e classe em circulação, observado o disposto no §§1º e 2º do art. 37. §1º. Caso as pessoas referidas no *caput* detenham, na entrada em vigor desta Instrução, em conjunto ou isoladamente, mais da metade das ações de emissão da companhia de determinada espécie e classe, e adquiram, a partir da entrada em vigor desta Instrução, isoladamente ou em conjunto, participação igual ou superior a 10% (dez por cento) daquela mesma espécie e classe em período de 12 (doze) meses, sem que seja atingido o limite de que trata o *caput*, a CVM poderá determinar a realização de OPA por aumento de participação, caso verifique, no prazo máximo de 6 (seis) meses a contar da comunicação de aquisição da referida participação, que tal aquisição teve o efeito de impedir a liquidez das ações da espécie e classe adquirida. §2º. A OPA de que trata este artigo deverá ter por objeto todas as ações da classe ou espécie afetadas. §3º. O requerimento de registro da OPA de que trata o *caput* deverá ser apresentado à CVM no prazo de 30 (trinta) dias, a contar da data em que se verificar a hipótese do *caput*, ou no prazo determinado pela CVM, na hipótese do §1º. §4º. Em qualquer das hipóteses deste artigo será lícito às pessoas mencionadas no *caput* adotar o procedimento alternativo de que trata o art. 28, nas condições ali referidas. §5º. Não sendo aplicável o disposto nos §§1º e 2º do art. 37, o limite de 1/3 (um terço) previsto no *caput* deverá ser calculado com base no número de ações em circulação na data de encerramento da primeira oferta pública de distribuição de ações da companhia ou, caso nenhuma oferta tenha sido realizada, na data da obtenção do registro da companhia para negociação de ações em mercados regulamentados de valores mobiliários. §6º. Uma vez ultrapassado o limite de 1/3 (um terço) das ações em circulação previsto no *caput*, o controlador, pessoa a ele vinculada e outras pessoas que atuem em conjunto com o acionista controlador ou pessoa a ele vinculada só poderão realizar novas aquisições de ações por meio de OPA por aumento de participação”.

EMBARGOS DE DIVERGÊNCIA. QUESTÕES PRELIMINARES. SUBSTABELECIMENTO. RENÚNCIA DO ADVOGADO SUBSTABELECENTE. CAPACIDADE POSTULATÓRIA DO SUBSTABELECIDO. LITISCONSÓRCIO PASSIVO. MORTE DE UM DOS RÉUS. AUSÊNCIA DE HABILITAÇÃO DOS SUCESSORES. NULIDADE DOS ATOS PRATICADOS APÓS O ÓBITO. DESCABIMENTO. OBSERVÂNCIA DO PRINCÍPIO DA SEGURANÇA JURÍDICA. MÉRITO. DIREITO COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA. GRUPO FAMILIAR. INEXISTÊNCIA DE LUCROS E DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS HÁ VÁRIOS ANOS. QUEBRA DA *AFFECTIO SOCIETATIS*. DISSOLUÇÃO PARCIAL. POSSIBILIDADE.

I - Ocorrida a renúncia por parte dos advogados substabelecetes ocorrido em data posterior à interposição do recurso pelos advogados substabelecidos, não se há falar em ausência de capacidade postulatória decorrente do substabelecimento.

II - A jurisprudência desta Corte é firme no sentido de que a morte de uma das partes suspende o processo no exato momento em que se deu, ainda que o fato não seja comunicado ao juiz da causa, invalidando os atos judiciais, acaso praticados depois disso. Em situações excepcionais, porém, e visando preservar outros valores igualmente relevantes, justifica-se uma mitigação dos regramentos processuais, uma vez que nem mesmo o sistema de nulidades é absoluto. É o que deve ser aplicado ao caso dos autos, em que o espólio de um dos recorrentes, alegando haver tomado conhecimento da existência do feito apenas em 2002, comunicara o seu falecimento em 05/02/1993, requerendo a nulidade dos atos processuais praticados após o noticiado óbito. Há, todavia, que ser afastada a alegada nulidade processual, por não ter havido qualquer prejuízo às partes, haja vista que o interesse dos seus sucessores foi defendido em todos os momentos do processo, já que as petições apresentadas em juízo foram assinadas pelo mesmo advogado e em nome de todos os litisconsortes passivos da demanda, desde a contestação até a interposição do recurso especial. É de se ter presente que este processo tramita desde 1991, envolvendo questão altamente controvertida, cuja decisão de mérito, favorável à apuração de haveres dos sócios dissidentes já se encontra em fase de execução, não sendo razoável, portanto, a essa altura, declarar-se a nulidade dos atos processuais praticados após o óbito, sob pena de afronta ao princípio da segurança jurídica.

III - É inquestionável que as sociedades anônimas são

sociedades de capital (*intuito pecuniae*), próprio às grandes empresas, em que a pessoa dos sócios não têm papel preponderante. Contudo, a realidade da economia brasileira revela a existência, em sua grande maioria, de sociedades anônimas de médio e pequeno porte, em regra, de capital fechado, que concentram na pessoa de seus sócios um de seus elementos preponderantes, como sói acontecer com as sociedades ditas familiares, cujas ações circulam entre os seus membros, e que são, por isso, constituídas *intuito personae*. Nelas, o fator dominante em sua formação é a afinidade e identificação pessoal entre os acionistas, marcadas pela confiança mútua. Em tais circunstâncias, muitas vezes, o que se tem, na prática, é uma sociedade limitada travestida de sociedade anônima, sendo, por conseguinte, equivocado querer generalizar as sociedades anônimas em um único grupo, com características rígidas e bem definidas. Em casos que tais, porquanto reconhecida a existência da *affectio societatis* como fator preponderante na constituição da empresa, não pode tal circunstância ser desconsiderada por ocasião de sua dissolução. Do contrário, e de que é exemplo a hipótese em tela, a ruptura da *affectio societatis* representa verdadeiro impedimento a que a companhia continue a realizar o seu fim, com a obtenção de lucros e distribuição de dividendos, em consonância com o artigo 206, II, “b”, da Lei nº 6.404/76, já que dificilmente pode prosperar uma sociedade em que a confiança, a harmonia, a fidelidade e o respeito mútuo entre os seus sócios tenham sido rompidos. A regra da dissolução total, nessas hipóteses, em nada aproveitaria aos valores sociais envolvidos, no que diz respeito à preservação de empregos, arrecadação de tributos e desenvolvimento econômico do país. À luz de tais razões, o rigorismo legislativo deve ceder lugar ao princípio da preservação da empresa, preocupação, inclusive, da nova Lei de Falências – Lei nº 11.101/05, que substituiu o Decreto-lei nº 7.661/45, então vigente, devendo-se permitir, pois, a dissolução parcial, com a retirada dos sócios dissidentes, após a apuração de seus haveres em função do valor real do ativo e passivo. A solução é a que melhor concilia o interesse individual dos acionistas retirantes com o princípio da preservação da sociedade e sua utilidade social, para evitar a descontinuidade da empresa, que poderá prosseguir com os sócios remanescentes.

Embargos de divergência improvidos, após rejeitadas as preliminares<sup>68</sup>.

\*\*\*\*\*

I – RECURSO ESPECIAL – SOCIEDADE ANÔNIMA – PEDIDO DE DISSOLUÇÃO INTEGRAL – SENTENÇA QUE DECRETA DISSOLUÇÃO PARCIAL E DETERMINA A APURAÇÃO DE HAVERES – JULGAMENTO *EXTRA PETITA* – INEXISTÊNCIA.

– Não é *extra petita* a sentença que decreta a dissolução parcial da sociedade anônima quando o autor pede sua dissolução integral.

II – PARTICIPAÇÃO SOCIETÁRIA DO AUTOR. CONTROVÉRSIA. DEFINIÇÃO POSTERGADA À FASE DE LIQUIDAÇÃO DA SENTENÇA. IMPOSSIBILIDADE DE EXAME DA ALEGADA ILEGITIMIDADE ATIVA.

1. A Lei 6.404/76 exige que o pedido de dissolução da sociedade parta de quem detém pelo menos 5% do capital social.

2. Se o percentual da participação societária do autor é controvertido nos autos e sua definição foi remetida para a fase de liquidação da sentença, é impossível, em recurso especial, apreciar a alegação de ilegitimidade ativa.

III – SOCIEDADE ANÔNIMA. DISSOLUÇÃO PARCIAL. POSSIBILIDADE JURÍDICA. REQUISITOS.

1. Normalmente não se decreta dissolução parcial de sociedade anônima: a Lei das S/A prevê formas específicas de retirada – voluntária ou não – do acionista dissidente.

2. Essa possibilidade é manifesta, quando a sociedade, embora formalmente anônima, funciona de fato como entidade familiar, em tudo semelhante à sociedade por cotas de responsabilidade limitada.

IV – APURAÇÃO DE HAVERES DO ACIONISTA DISSIDENTE. SIMPLES REEMBOLSO REJEITADO NO ACÓRDÃO RECORRIDO. FUNDAMENTO NÃO ATACADO. SÚMULA 283/STF.

– Não merece exame a questão decidida pelo acórdão recorrido com base em mais de um fundamento suficiente, se todos eles não foram atacados

---

<sup>68</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência em Recurso Especial nº. 111.294/PR. Relator: Ministro Castro Filho. Segunda Seção. Brasília. Julgado em 28.06.2006.

especificamente no recurso especial<sup>69</sup>.

\*\*\*\*\*

Dissolução parcial de sociedade anônima. Precedente da Segunda Seção.

1. Como já decidiu a Segunda Seção desta Corte, é possível a dissolução parcial de Sociedade Anônima, com a retirada dos sócios dissidentes, após a apuração de seus haveres em função do valor real do ativo e do passivo (EREsp n.º 111.294/PR, Relator o Ministro Castro Filho, julgado em 28/6/06).

2. Recurso especial conhecido e provido<sup>70</sup>.

\*\*\*\*\*

COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA FAMILIAR. DISSOLUÇÃO PARCIAL. INEXISTÊNCIA DE *AFFECTIO SOCIETATIS*. POSSIBILIDADE. MATÉRIA PACIFICADA.

I. A 2ª Seção, quando do julgamento do EREsp n.º 111.294/PR (Rel. Min. Castro Filho, por maioria, DJU de 10.09.2007), adotou o entendimento de que é possível a dissolução de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis*.

II. Embargos conhecidos e providos, para julgar procedente a ação de dissolução parcial<sup>71</sup>.

\*\*\*\*\*

COMERCIAL. AGRAVO REGIMENTAL. SOCIEDADE ANÔNIMA FAMILIAR. DISSOLUÇÃO PARCIAL. INEXISTÊNCIA DE *AFFECTIO SOCIETATIS*. POSSIBILIDADE. SUFICIÊNCIA DESTE REQUISITO, ISOLADAMENTE. MATÉRIA PACIFICADA.

I. A 2ª Seção, quando do julgamento do EREsp n.º 111.294/PR (Rel. Min. Castro Filho, por maioria, DJU

---

<sup>69</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n.º 507.490/RJ. Relator: Ministro Humberto Gomes de Barros. Terceira Turma. Brasília. Julgado em 19.09.2006.

<sup>70</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial n.º 651.722/PR. Relator: Ministro Carlos Alberto Menezes Direito. Terceira Turma. Brasília. Julgado em 25.09.2006.

<sup>71</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência em Recurso Especial n.º 419.174/SP. Relator: Ministro Aldir Passarinho Júnior. Segunda Seção. Brasília. Julgado em 28.05.2008.



de 10.09.2007), adotou o entendimento de que é possível a dissolução parcial de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis*.

II. Tal requisito não precisa estar necessariamente conjugado com a perda de lucratividade e com a ausência de distribuição de dividendos, conforme decidido pelo mesmo Colegiado no EREsp n. 419.174/SP (Rel. Min. Aldir Passarinho Junior, unânime, DJU de 04.08.2008).

III. Agravo regimental improvido<sup>72</sup>.

\*\*\*\*\*

PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO REGIMENTAL NO AGRAVO DE INSTRUMENTO. AUSÊNCIA DE PREQUESTIONAMENTO. INCIDÊNCIA DAS SÚMULAS 282 E 356 DO STF. SOCIEDADE ANÔNIMA. DISSOLUÇÃO PARCIAL. POSSIBILIDADE. PRECEDENTES.

1. Às questões federais não enfrentadas pelo Tribunal de origem se aplica o óbice das Súmulas 282 e 356 do STF.

2. Consoante entendimento pacificado desta Corte, é possível a dissolução parcial de sociedade anônima com a retirada dos sócios dissidentes, após a apuração de seus haveres. Precedentes da 2ª Seção.

3. Agravo regimental improvido<sup>73</sup>.

\*\*\*\*\*

COMERCIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA. CUNHO FAMILIAR. QUEBRA DA *AFFECTIO SOCIETATIS*. DISSOLUÇÃO PARCIAL. POSSIBILIDADE. PEDIDO FORMULADO POR ACIONISTAS MAJORITÁRIOS. POSSIBILIDADE.

1. Admite-se dissolução parcial de sociedade anônima fechada de cunho familiar quando houver a quebra da *affectio societatis*, com a retirada dos sócios dissidentes, após a apuração de seus haveres em função do valor real do ativo e do passivo. Precedentes.

2. Se o legislador autorizou os acionistas majoritários a

---

<sup>72</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial n.º 1.079.763/SP. Relator: Ministro Aldir Passarinho Júnior. Quarta Turma. Brasília. Julgado em 25.08.2009.

<sup>73</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo de Instrumento n.º 1.013.095/RJ. Relator: Ministro Raul Araújo Filho. Quarta Turma. Brasília. Julgado em 22.06.2010.

pleitearem a dissolução total da sociedade – hipótese que leva à liquidação da empresa, com a saída de todos os sócios, inclusive os minoritários – está admitida também a sua dissolução parcial. Não há sentido em impedir que os acionistas majoritários busquem permanecer no controle da empresa, até porque representam a maioria do capital social e, a rigor, a vontade dominante no que se refere aos interesses convergentes que, desde o início, caracterizaram a *affectio societatis* e a forma de exploração do objeto social.

3. Nada impede os acionistas minoritários de apresentarem, em sede de defesa, reconvenção, caso concordem com a dissolução parcial mas entendam que os acionistas majoritários é que devem se afastar. Todavia, o que não se pode admitir é que, numa sociedade *intuito personae* com ruptura da *affectio societatis*, os sócios minoritários se postem contrários à dissolução parcial mas não demonstrem interesse em assumir o controle da empresa.

4. Recurso especial não provido<sup>74</sup>.

\*\*\*\*\*

DIREITO SOCIETÁRIO E EMPRESARIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA DE CAPITAL FECHADO EM QUE PREPONDERA A *AFFECTIO SOCIETATIS*. DISSOLUÇÃO PARCIAL. EXCLUSÃO DE ACIONISTAS. CONFIGURAÇÃO DE JUSTA CAUSA. POSSIBILIDADE. APLICAÇÃO DO DIREITO À ESPÉCIE. ART. 257 DO RISTJ E SÚMULA 456 DO STF.

1. O instituto da dissolução parcial erigiu-se baseado nas sociedades contratuais e personalistas, como alternativa à dissolução total e, portanto, como medida mais consentânea ao princípio da preservação da sociedade e sua função social, contudo a complexa realidade das relações negociais hodiernas potencializa a extensão do referido instituto às sociedades “circunstancialmente” anônimas, ou seja, àquelas que, em virtude de cláusulas estatutárias restritivas à livre circulação das ações, ostentam caráter familiar ou fechado, onde as qualidades pessoais dos sócios adquirem relevância para o desenvolvimento das atividades sociais (“*affectio societatis*”). (Precedente:

---

<sup>74</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.128.431/SP. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Brasília. Julgado em 11.10.2011.

EREsp 111.294/PR, Segunda Seção, Rel. Ministro Castro Filho, DJ 10/09/2007).

2. É bem de ver que a dissolução parcial e a exclusão de sócio são fenômenos diversos, cabendo destacar, no caso vertente, o seguinte aspecto: na primeira, pretende o sócio dissidente a sua retirada da sociedade, bastando-lhe a comprovação da quebra da “affectio societatis”; na segunda, a pretensão é de excluir outros sócios, em decorrência de grave inadimplemento dos deveres essenciais, colocando em risco a continuidade da própria atividade social.

3. Em outras palavras, a exclusão é medida extrema que visa à eficiência da atividade empresarial, para o que se torna necessário expurgar o sócio que gera prejuízo ou a possibilidade de prejuízo grave ao exercício da empresa, sendo imprescindível a comprovação do justo motivo.

4. No caso em julgamento, a sentença, com ampla cognição fático-probatória, consignando a quebra da “bona fides societatis”, salientou uma série de fatos tendentes a ensejar a exclusão dos ora recorridos da companhia, porquanto configuradores da justa causa, tais como: (i) o recorrente Leon, conquanto reeleito pela Assembleia Geral para o cargo de diretor, não pôde até agora nem exercê-lo nem conferir os livros e documentos sociais, em virtude de óbice imposto pelos recorridos; (ii) os recorridos, exercendo a diretoria de forma ilegítima, são os únicos a perceber rendimentos mensais, não distribuindo dividendos aos recorrentes.

5. Caracterizada a sociedade anônima como fechada e personalista, o que tem o condão de propiciar a sua dissolução parcial – fenômeno até recentemente vinculado às sociedades de pessoas –, é de se entender também pela possibilidade de aplicação das regras atinentes à exclusão de sócios das sociedades regidas pelo Código Civil, máxime diante da previsão contida no art. 1.089 do CC: “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”.

6. Superado o juízo de admissibilidade, o recurso especial comporta efeito devolutivo amplo, porquanto cumpre ao Tribunal julgar a causa, aplicando o direito à espécie (art. 257 do RISTJ; Súmula 456 do STF). Precedentes.

7. Recurso especial provido, restaurando-se integralmente a sentença, inclusive quanto aos ônus

sucumbenciais<sup>75</sup>.

\*\*\*\*\*

EMBARGOS DE DIVERGÊNCIA. DISSOLUÇÃO PARCIAL DE SOCIEDADE ANÔNIMA DE CARÁTER FAMILIAR E FECHADO. REQUISITO DA QUEBRA DA *AFFECTIO SOCIETATIS* AFIRMADO SUFICIENTE PELOS ACÓRDÃOS EXPOSTOS COMO PARADIGMAS. ACÓRDÃO EMBARGADO QUE JULGOU NO MESMO SENTIDO. INCIDÊNCIA DA SÚMULA 168/STJ.

1.- O Acórdão ora embargado, firmando, como único requisito à dissolução parcial da sociedade anônima familiar fechada a quebra da *affectio societatis*, julgou exatamente no mesmo sentido dos Acórdão invocados como paradigmas pretensamente divergentes, de modo que não cabem Embargos de Divergência, nos termos da Súmula 168/STJ.

2.- Subsistência da orientação constante do Acórdão embargado: “A 2ª Seção, quando do julgamento do EResp n. 111.294/PR (Rel. Min. Castro Filho, por maioria, DJU de 10.09.2007), adotou o entendimento de que é possível a dissolução de sociedade anônima familiar quando houver quebra da *affectio societatis* (EResp 419.174/SP, Rel. Min. ALDIR PASSARINHO, DJ 04.08.2008)”.

3.- Embargos de divergência não conhecidos<sup>76</sup>.

\*\*\*\*\*

EMPRESARIAL. SOCIEDADE ANÔNIMA FECHADA. CUNHO FAMILIAR. DISSOLUÇÃO. FUNDAMENTO NA QUEBRA DA *AFFECTIO SOCIETATIS*. POSSIBILIDADE. DEVIDO PROCESSO LEGAL. NECESSIDADE DE OPORTUNIZAR A PARTICIPAÇÃO DE TODOS OS SÓCIOS. CITAÇÃO INEXISTENTE. NULIDADE DA SENTENÇA RECONHECIDA.

1. Admite-se dissolução de sociedade anônima fechada de cunho familiar quando houver a quebra da *affectio societatis*.

2. A dissolução parcial deve prevalecer, sempre que possível, frente à pretensão de dissolução total, em

---

<sup>75</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 917.531/RS. Relator: Ministro Luís Felipe Salomão. Quarta Turma. Brasília. Julgado em 17.11.2011.

<sup>76</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência em Recurso Especial nº. 1.079.763/SP. Relator: Ministro Sidnei Beneti. Segunda Seção. Brasília. Julgado em 25.04.2012.

homenagem à adoção do princípio da preservação da empresa, corolário do postulado de sua função social.

3. Para formação do livre convencimento motivado acerca da inviabilidade de manutenção da empresa dissolvenda, em decorrência de quebra da liame subjetivo dos sócios, é imprescindível a citação de cada um dos acionistas, em observância ao devido processo legal substancial.

4. Recurso especial não provido<sup>77</sup>.

## **VI – O ACIONISTA DA COMPANHIA FECHADA DISPÕE DE OUTRO MEIO PARA DEIXÁ-LA, POR SUA INICIATIVA?**

A inclusão deste item específico no bojo deste artigo se justifica pelo fato de haver em doutrina quem defenda que o artigo 1.029<sup>78</sup> do Código Civil seria aplicado às sociedades anônimas fechadas por força do disposto no artigo 1.089<sup>79</sup> do aludido diploma. Desse modo, o sócio de uma sociedade anônima fechada constituída por prazo indeterminado poderia, a qualquer tempo e imotivadamente, exercer o seu direito potestativo de recesso, mediante o simples envio de notificação extrajudicial aos demais sócios, com antecedência mínima de sessenta dias<sup>80</sup>.

---

<sup>77</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.303.284/PR. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Brasília. Julgado em 16.04.2013.

<sup>78</sup> Artigo 1.029 do Código Civil: “Além dos casos previstos na lei ou no contrato, qualquer sócio pode retirar-se da sociedade; se de prazo indeterminado, mediante notificação aos demais sócios, com antecedência mínima de sessenta dias; se de prazo determinado, provando judicialmente justa causa. Parágrafo único. Nos trinta dias subsequentes à notificação, podem os demais sócios optar pela dissolução da sociedade”.

<sup>79</sup> Artigo 1.089 do Código Civil: “A sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”.

<sup>80</sup> Sobre o exercício do direito de recesso especificamente no âmbito das sociedades limitadas, confira-se CAMPINHO, Sérgio; PINTO, Mariana. O recesso na sociedade limitada. In: AZEVEDO, Luís André N. de Moura; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade limitada contemporânea*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 115-153.

Essa construção, em um primeiro momento, rendeu ensejo à aprovação do enunciado n.º 390, na IV Jornada de Direito Civil, organizada em 2006 pelo Centro de Estudos Judiciários (CEJ), do Conselho da Justiça Federal, o qual contou com a seguinte redação:

Em regra, é livre a retirada de sócio nas sociedades limitadas e anônimas fechadas, por prazo indeterminado, desde que tenham integralizado a respectiva parcela do capital, operando-se a denúncia (arts. 473 e 1.029).

O aludido enunciado foi proposto por Sérgio Mourão Corrêa Lima, que se valeu da seguinte justificativa:

O procedimento de dissolução parcial da sociedade (*lato sensu*), designado pelo Código Civil de 2002 como “resolução da sociedade em relação a um sócio”, pode decorrer da denúncia, no caso de contrato social celebrado por prazo indeterminado (arts. 473 e 1.029 do Código Civil de 2002). Em se tratando de sociedades anônimas, a Lei n.º 6.404/1976, no artigo 206, restringe o direito de retirada dos acionistas a hipóteses determinadas. Contudo, em atenção ao art. 5º, inc. XX, da Constituição Federal, a jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça vem admitindo expressamente o direito de retirada em companhias fechadas.

Na V Jornada de Direito Civil, já no ano de 2011, o referido enunciado n.º 390 foi revogado, por ocasião da aprovação do enunciado n.º 480, apresentado por Ana Frazão, com amparo na seguinte justificativa:

A regra do art. 1.029 não pode se aplicar às sociedades anônimas fechadas, que estão regidas pela disciplina específica da Lei das S/A, clara ao mencionar que o direito de retirada não é livre, mas apenas pode ocorrer nas hipóteses previstas em seu art. 137. A razão para as limitações ao direito de retirada decorre da própria natureza das sociedades anônimas – em princípio sociedades de capital – em relação às quais as participações societárias podem ser livremente negociadas, de forma que o meio usual de saída do

sócio é alienação de ações, por sua conta e risco. Sob esse prisma, o direito de retirada, no qual a saída do acionista ocorre com ônus para a companhia, precisa ser limitado a hipóteses específicas, nas quais se quer proteger o acionista dos ônus decorrentes da livre negociação de suas ações quando for dissidente em relação a assuntos de fundamental importância. Mesmo havendo jurisprudência, inclusive do STJ, admitindo a dissolução parcial de sociedades anônimas fechadas, tem-se que tal entendimento, além de discutível, é restrito a hipóteses específicas de sociedades anônimas familiares ou nas quais se vislumbra a *affectio societatis*, não podendo ser considerado como regra. A regra, pelo contrário, é a de que o direito de retirada, em qualquer sociedade anônima – aberta ou fechada – está limitado às hipóteses do art. 137 da Lei das S/A. Acresce que, independentemente das questões de princípio ora levantadas, o critério da especialidade da Lei das S/A já afastaria a aplicação do art. 1.029 do Código Civil às sociedades anônimas. Mesmo em relação às sociedades limitadas, não se pode aplicar irrestritamente o art. 1.029 para todos os casos, tendo em vista que o art. 1.077 do Código Civil estabelece as hipóteses do direito de retirada. Ainda que se entenda que tais hipóteses não sejam exaustivas, até em razão da possibilidade de dissolução parcial da sociedade, a aplicação subsidiária do art. 1.029 do CC às sociedades limitadas “de capital” deve ser cuidadosa e compatível com o perfil da sociedade, evitando que se transfira para esta o ônus da saída que caberia aos sócios.

A nosso ver, a revogação do prefalado enunciado nº. 390 se deu de modo acertado. O artigo 1.089 do Código Civil é claro ao estabelecer que “a sociedade anônima rege-se por lei especial, aplicando-se-lhe, nos casos omissos, as disposições deste Código”. Não há qualquer omissão em matéria de recesso no âmbito da Lei nº. 6.404/76. Muito pelo contrário. O recesso foi amplamente disciplinado e suas hipóteses são *numerus clausus*. Logo, não se pode invocar o artigo 1.089 do Código Civil para aplicar o artigo 1.029 do mesmo diploma, indistintamente, a toda e qualquer companhia fechada. No mais, a sociedade limitada e a sociedade anônima fechada

não se confundem. São tipos societários distintos, submetidos a diplomas distintos.

Desse modo, não enxergamos a existência de outro meio, além dos já explorados ao longo dos itens III, IV e V acima, a possibilitar que o acionista de uma sociedade anônima fechada, por sua própria iniciativa, deixe a aludida companhia.

## VII – CONCLUSÃO

O acionista de uma companhia fechada afinada com o perfil das sociedades de pessoa, poderá, por sua iniciativa, deixá-la de três modos: (i) cedendo suas ações para um outro sócio ou para um terceiro; (ii) exercendo o direito potestativo de recesso nas hipóteses expressamente previstas na lei, mediante o reembolso do valor de suas ações; e (iii) requerendo judicialmente a dissolução parcial da referida sociedade, com a consequente apuração e pagamento de seus haveres, demonstrando que, de fato, ela não pode preencher o seu fim, desde que titularize 5% ou mais do capital social.

Na prática, em certas ocasiões, por uma delicada combinação de fatores, a cessão de ações não se fará possível pela própria inexistência de interessados. Muitas vezes, o simples fato de a sociedade ser marcada pelo convívio de pessoas conhecidas entre si, com vínculos de parentesco ou com relacionamento próximo, funciona como um repelente natural aos terceiros, que associam esse modelo a maiores custos e, sobretudo, a uma maior insegurança<sup>81</sup> e acabam, em função disso, optando por investir seus recursos em outros ativos, dotados, inclusive, de maior liquidez.

---

<sup>81</sup> A insegurança pode guardar relação com a necessidade de se acompanhar mais de perto a administração; o receio de que as promoções não observem padrões de merecimento, mas sim traduzam o desejo do controlador em preservar o seu núcleo no poder; a expectativa de não receber informações periódicas, apresentadas de modo didático e preciso; a ausência de critérios efetivos para assegurar as esperadas boas práticas de governança corporativa etc.



Ademais, em alguns casos, a via do direito de recesso tampouco se abrirá ao acionista em decorrência da ausência de hipótese ensejadora. No que tange especificamente a esse último ponto, basta imaginar a existência de uma companhia fechada que siga seu curso de maneira mais retilínea, de modo que (i) não possua ações preferenciais ou até as possua, mas não altere o cenário das mesmas; (ii) não faça qualquer modificação em relação aos dividendos obrigatórios; (iii) não altere o seu objeto; (iv) não participe de operações de fusão, incorporação, cisão ou transformação e tampouco protagonize incorporação de ações; e (v) não se una a grupo de sociedades. Nessa sociedade anônima fechada, o recesso não se apresenta como uma via de saída ao acionista, na medida em que suas causas simplesmente não se verificam na prática.

Nessas hipóteses declinadas ao longo dos dois parágrafos anteriores, em um cenário extremo, marcado pela desinteligência grave e irremediável entre os acionistas, que conduz à irreversível ruptura da *affectio societatis*, a dissolução parcial se apresentará como o único caminho a ser percorrido por aquele acionista que, por sua própria iniciativa, pretenda deixar a companhia fechada marcada pelo perfil das sociedades de pessoa.

**DEEPENING INSOLVENCY E A LEGITIMIDADE PARA  
AJUIZAR A AÇÃO DE RESPONSABILIDADE CIVIL DO ART.  
82 DA LEI 11.101/05<sup>1</sup>**

**LEGITIMACY TO FILE DEEPENING INSOLVENCY CLAIMS  
UNDER BRAZILIAN LAW (ARTICLE 82, LAW N. 11.101/05)**

*Luis Tomás Alves de Andrade*

*Resumo:* O objetivo deste trabalho é analisar a doutrina americana do *deepening insolvency* aplicada à realidade do direito brasileiro, de modo a determinar de quem seria a legitimidade para ajuizar ação de responsabilidade civil contra os administradores e controladores da sociedade falida. Tendo em vista que o ordenamento jurídico brasileiro não possui dispositivo legal prevendo a responsabilidade dos administradores e controladores por prejuízos causados pelo prolongamento artificial das atividades da empresa, será preciso verificar se a referida teoria, originária do Common Law, se mostra compatível com o nosso sistema legal.

*Palavras-chave:* Falência. Deepening Insolvency. Agravamento dos Prejuízos. Direito Brasileiro.

*Abstract:* The purpose of this article is to analyze the “deepening insolvency” doctrine in the context of the Brazilian law, determining who would be the legitimate party to file the civil liability action against the company’s officers and controlling shareholders. Considering that the Brazilian legal system has no legal provision for civil liability with respect to deepening insolvency claims, it is important to verify whether this doctrine, originated from a Common Law basis, can be freely applied in the country.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 05.11.2014 e aceito em 08.12.2014.

*Keywords:* Bankruptcy. Deepening Insolvency. Brazilian Law.

*Sumário:* Introdução. 1 – Evolução histórica do deepening insolvency. 2 – O deepening insolvency no Direito Brasileiro: A obrigação de confessar a falência. 3 – O art. 82 da lei 11.101/05 e a legitimidade para ajuizar a ação de responsabilidade civil contra administradores controladores. 3.1 – A legitimidade do Ministério Público. 3.2 – A legitimidade dos sócios ou acionistas minoritários. 3.3 – A legitimidade dos credores da massa falida. Conclusão.

## **Introdução**

Conforme definido na legislação processual, por “insolvência” entende-se o estado em que as dívidas excedem a importância dos bens do devedor<sup>2</sup>; ou seja, trata-se das hipóteses em que o passivo do devedor se mostra superior ao seu ativo. No caso das sociedades empresárias, tal estado de insuficiência patrimonial acarretará na decretação da sua falência, instituto semelhante à insolvência civil, porém com determinadas peculiaridades. Explica Humberto Theodoro Júnior<sup>3</sup> que, enquanto o requerimento de insolvência civil é mera faculdade do devedor (CPC, art. 759), o pedido de autofalência é obrigatório, conforme o disposto no art. 105 da Lei 11.101/05. Ainda que se trate de um dever legal, vale dizer que a mesma lei falimentar não prevê qualquer sanção para o seu não requerimento.

No presente trabalho, será abordada a doutrina do *deepening*

---

<sup>2</sup> Cf. art. 748 do Código de Processo Civil de 1973: “Dá-se a insolvência toda vez que as dívidas excederem à importância dos bens do devedor”.

<sup>3</sup> THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1997. v. II, p. 305.

*insolvency*, originária do sistema norte-americano e criada para responsabilizar aqueles que praticam atos de prolongamento artificial da vida societária, em detrimento dos credores e da própria sociedade. Segundo Leandro Aragão, o também chamado agravamento do estado de insolvência se dá através do “contínuo crescimento dos débitos combinado com a impossibilidade de pagá-los face aos ativos já não tão valiosos e a projeção minguada do fluxo de caixa para períodos futuros”<sup>4</sup>. Tais consequências, combinadas com os deveres de fidúcia dos administradores, a vedação ao abuso de poder dos controladores e o princípio da boa-fé objetiva, levariam à responsabilidade pessoal daqueles que causam prejuízos aos credores, seja através da alienação de ativos, seja mediante qualquer forma de agravamento da insolvência da sociedade.

Contudo, por não existir no ordenamento jurídico brasileiro qualquer dispositivo que preveja a responsabilidade dos administradores que não confessam a falência, persiste dúvida quanto à aplicabilidade do *deepening insolvency* no país. Na prática, a sua utilização dependerá de uma interpretação sistemática da lei falimentar, pautada no “dever” de se requerer a falência, previsto no seu art. 105, combinada com a responsabilidade pessoal dos sócios e administradores de sociedade falida, disposta no art. 82 do mesmo diploma.

No estudo proposto, pretende-se analisar a questão específica da legitimidade para ajuizamento da ação de responsabilidade civil contra os controladores e administradores que não confessam a falência. Considerado que a lei falimentar e as leis societárias (nelas incluídas, o capítulo das sociedades do Código Civil de 2002) nada dizem a respeito do agravamento da insolvência, será necessário recorrer tanto à doutrina como à jurisprudência, a fim de melhor delimitar a matéria.

---

<sup>4</sup> ARAGÃO, Leandro. Deveres dos Administradores de Sociedades Empresárias em Dificuldade Econômico-Financeira: A teoria do Deepening Insolvency no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 180.

Antes, serão traçadas breves considerações acerca do *deepening insolvency* e da sua aplicabilidade no ordenamento jurídico pátrio, especialmente no que diz respeito ao dever legal de confessar a falência e às suas implicações na responsabilização pessoal daqueles que prolongam artificialmente as atividades da sociedade.

## 1 – Evolução histórica do *deepening insolvency*

A expressão *deepening insolvency*, ora traduzida como “agravamento da insolvência”, surgiu pela primeira vez nos Estados Unidos no julgamento do caso *Schacht v. Brown*. Naquela ocasião, o liquidante judicial de uma determinada companhia falida alegou que os seus controladores e administradores ocultaram, de maneira fraudulenta, a insolvência da empresa e permitiram a continuidade das atividades, mediante a dilapidação de importantes ativos que poderiam servir a satisfazer os credores, caso a falência houvesse sido confessada em momento oportuno<sup>5</sup>. O 7th Circuit dos Estados Unidos (equivalente a um dos nossos Tribunais de Justiça) rejeitou a assertiva de que “o fraudulento prolongamento da vida societária, além do estado de insolvência, deveria ser automaticamente considerado benéfico aos interesses da companhia” e concluiu que “os ativos da sociedade acabaram invariavelmente prejudicados pelo prolongamento da insolvência, expondo-se a empresa de maneira delongada à responsabilidade perante os credores”<sup>6</sup>. A partir de então, começou a se consolidar a doutrina do *deepening insolvency*, que passou a ser debatida em diversas Cortes norte-americanas.

---

<sup>5</sup> BLOK, Marcela. *Deepening Insolvency: A responsabilização dos administradores pela não confissão da falência no momento oportuno*. *Revista de Direito Empresarial e Recuperacional*, Florianópolis: Editora Conceito Editorial, v. 1, n° 3, p. 16, out./dez., 2010.

<sup>6</sup> MCLAUGHLIN, Joseph M. *Directors' and officers' liability, The deepening insolvency debate*. 2007. Disponível em: <[www.stblaw.com/content/publications/pub599.pdf](http://www.stblaw.com/content/publications/pub599.pdf)>. Acesso em: 4 jul. 2013.

No julgamento do caso *Kittay v. Atlantic Bank of New York*, a Corte americana foi mais longe e definiu o “*deepening insolvency*” como “[...] o fraudulento prolongamento da vida de uma sociedade além da sua insolvência, resultando em prejuízos à própria empresa causados pelo aumento das dívidas”<sup>7</sup>. Até aquele momento, porém, o “*deepening insolvency*” era admitido unicamente como doutrina mensuradora do dano causado pela quebra dos deveres fiduciários dos administradores, mas não como fundamento isolado a justificar a responsabilidade civil, estando sempre ligado ao descumprimento de deveres fiduciários dos controladores e administradores.

Vale dizer que, logo após o julgamento de *Trenwick America Litigation Trust v. Ernst Young L.L.P.*, a doutrina do *deepening insolvency* sofreu relativo enfraquecimento. Nesse caso, a Corte entendeu que a lei societária de Delaware – considerada como uma das mais importantes leis societárias americanas – não imporia obrigação absoluta aos controladores e administradores de confessarem a falência, concluindo-se que os mesmos estariam permitidos a perseguir, desde que imbuídos de boa-fé, as estratégias que entendessem mais adequadas a maximizar o valor da empresa, ainda que ela se encontrasse em estado de insolvência.

Contudo, a partir do julgamento de *The Official Committee of Unsecured Creditors v. R.F. Lafferty & Co.*, o *deepening insolvency* voltou a ganhar força, já que pela primeira vez a Corte adotou o “agravamento da insolvência” como fundamento isolado para a responsabilização civil dos administradores de uma sociedade. Tendo em vista que, naquele caso, os ativos dilapidados da sociedade falida podiam ser efetivamente mensurados e calculados, entendeu-se que não haveria motivos para que o *deepening insolvency* deixasse de ser aplicado para responsabilizar aqueles que causaram prejuízos aos

---

<sup>7</sup> KIMANI, Peter. *Deepening insolvency is only damages deep*. *Columbus Bar Lawyers Quarterly*, Summer, 2009, p. 34. Disponível em: <[http://old.cbalaw.org/\\_files/publications/lawyers-quarterly/Summer%202009%20Complete%20Publication.pdf](http://old.cbalaw.org/_files/publications/lawyers-quarterly/Summer%202009%20Complete%20Publication.pdf)>. Acesso em: 10 fev. 2015.

credores<sup>8</sup>.

Com base em tais precedentes, e em outros que não cabe aqui abordar, a doutrina americana passou a definir o *deepening insolvency* como o artificial prolongamento da vida societária além do seu estado de insolvência, o que implicaria prejuízos advindos do aumento de dívidas, da dilapidação dos ativos e/ou do decréscimo da reputação da sociedade. Segundo Ronald R. Sussman e Benjamin H. Kleine, um clássico exemplo de agravamento da insolvência se daria quando administradores e controladores preparam demonstrações financeiras fraudulentas, através das quais superestimam o valor dos ativos e subestimam o valor do passivo, de modo a garantir aumento de capital em nome da sociedade. Em tal hipótese, tendo em vista que a ocultação da verdadeira condição financeira da empresa leva a um aumento das dívidas, deixando os credores com perdas maiores do que aquelas que teriam se houvesse sido confessada a falência, os administradores devem ser responsabilizados pessoalmente por seus atos<sup>9</sup>.

Eis, em resumo, um panorama da doutrina do *deepening insolvency* no sistema norte-americano, o qual serviu de precursor para a aplicação da teoria do agravamento da insolvência no nosso ordenamento, conduzindo à crescente responsabilização civil dos administradores e controladores das sociedades, em razão da não confissão da falência no momento oportuno.

---

<sup>8</sup> SILBERGLIED, Richard. Don't Throw Away your Deepening Insolvency Materials Just Yet. *American Bankruptcy Institute Journal*, October, 2008, p. 21.

<sup>9</sup> SUSSMAN, Ronald H.; KLEINE, Benjamin H. What is Deepening Insolvency? *Journal of Bankruptcy Law and Practice*, Thomson/West, v. 15, n.º. 6, 2006, p. 793. Disponível em: < <http://www.cooley.com/files/JBLP%20vol%2015%20no%206%20Sussman%20and%20Kleine%2040405781-51.pdf> >. Acesso em: 10 fev. 2015.

## **2 – O *deepening insolvency* no direito brasileiro: a obrigação de confessar a falência**

Conforme o disposto no art. 8º do Decreto-Lei 7.661/45<sup>10</sup> – a antiga lei de falências –, era dever do comerciante requerer a declaração da sua falência, dentro de 30 dias do vencimento de obrigação líquida e não paga. O art. 140, II, do mesmo diploma impedia, também, que fosse requerida a concordata de sociedade que não tivesse observado o prazo para requerimento da autofalência.

Assim, considerando-se que a antiga lei falimentar previa prazo para o pedido de autofalência e dispunha sobre sanção específica para o seu não cumprimento, não havia dúvidas quanto à obrigatoriedade de se confessar a falência.

No entanto, com o advento da Lei 11.101/05, tanto a doutrina como a jurisprudência passaram a oscilar acerca da existência de um dever legal de se requerer a falência. Isso porque, o art. 105 passou a prever, tão somente, o dever de requerer a autofalência, sem estipular qualquer prazo ou sanção para o descumprimento.

Segundo Fábio Ulhoa Coelho<sup>11</sup>, ao dispor sobre o dever do administrador de sociedade em crise econômico-financeira de requerer ao juízo a sua falência, o art. 105 da Lei 11.101/05 não deixou margem a interpretações, constituindo uma obrigação legal o requerimento da falência. Por outro lado, diante da ausência de previsão de qualquer sanção para o seu não cumprimento, entende o autor que o aludido dever jurídico se torna uma mera recomendação, a qual estará sujeita à vontade da sociedade empresária, representada por seus controladores e administradores.

Corroborando o entendimento de que o pedido de autofalência

---

<sup>10</sup> Art. 8º. O comerciante que, sem relevante razão de direito, não pagar no vencimento obrigação líquida, deve, dentro de trinta dias, requerer ao juiz a declaração da falência, expondo as causas desta e o estado dos seus negócios, e juntando ao requerimento: [...].

<sup>11</sup> COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3, p. 277.



é mera faculdade do devedor, a legislação societária não abarca uma obrigação específica dos administradores de requererem a falência, uma vez que o art. 122, IX, da Lei 6.404/76 prevê que os administradores somente poderão requerer a falência em juízo com a autorização dos acionistas. Do mesmo modo, o art. 1.071, VIII, combinado com o art. 1072, parágrafo 4º, do Código Civil prevê a necessidade de autorização dos sócios de sociedade limitada para se requerer a concordata e, por conseguinte, pode-se dizer que o mesmo se aplica para a falência<sup>12</sup>.

Vale destacar que parcela da jurisprudência nacional vem entendendo que o requerimento de autofalência é, de fato, uma mera faculdade do devedor, conforme se depreende dos seguintes julgados:

AUTOFALÊNCIA. LEI 11.105/2005. INDEFERIMENTO DA PETIÇÃO INICIAL. AUSÊNCIA DE PRESSUPOSTOS OBJETIVOS. NECESSIDADE DE JUNTADA DE RELAÇÃO NOMINAL DOS CREDORES. RELAÇÃO DE BENS E DIREITOS.

1 - A AUTO-FALÊNCIA, PORQUANTO NÃO É OBRIGATÓRIA, CONSTITUI BENESSE LEGAL DEFERIDA AO EMPRESÁRIO FRACASSADO. LOGO, SOMENTE PODERÁ SER DECRETADA QUANDO ATENDIDAS AS EXIGÊNCIAS PRESCRITAS PELO ORDENAMENTO, POSITIVANDO-SE COM ISSO O SENTIDO DA NORMA. [...] <sup>13</sup>.

COMERCIAL - AUTOFALÊNCIA - INSOLVÊNCIA - GRUPO DE EMPRESAS - NÃO DECRETAÇÃO DA QUEBRA - PRECEDENTE DA CORTE - RECURSO DESPROVIDO.

Não sendo a autofalência dever do comerciante, mas mera faculdade, sua decretação pressupõe clara e indiscutível insolvência, que não se confunde com a mera impuntualidade. Hipótese em que a requerente

---

<sup>12</sup> BLOK, Marcela. Op. cit. 22.

<sup>13</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios. Apelação Cível nº. 0103987-10.2005.807.0001. Relator: Desembargador Carlos Rodrigues. Quinta Turma Cível. Brasília, 3 de agosto de 2006.

aponta visíveis condições de soerguimento e em que nenhum credor optou pela quebra<sup>14</sup>.

No entanto, tendo em vista que o art. 82 da nova lei falimentar prevê a apuração da responsabilidade pessoal dos controladores e administradores da sociedade falida no próprio juízo da falência, abre-se espaço para uma detida análise dos atos societários anteriores à declaração da falência, de modo a se verificar se houve fraude ou dano à sociedade, com base nos deveres de fidúcia (i.e. dever de diligência, arts. 153 da Lei das S.A. e 1.011 do CC; dever de lealdade, art. 155 da Lei das S.A. e dever de informar, art. 157 da Lei das S.A.), no abuso do poder de controle (art. 117 da Lei 6.404/76) e no princípio da boa-fé objetiva, vinculadores da atuação dos administradores e controladores.

Nesse sentido, João Bosco Cascardo de Gouvêa<sup>15</sup> explica que, ao requererem a autofalência, os controladores e administradores estão demonstrando a sua própria boa-fé, evitando o agravamento da insolvência e se eximindo de eventual responsabilização pessoal (art. 82). Por esse motivo, entende o autor que o pedido de autofalência não configura uma mera faculdade, mas uma obrigação legal.

Ainda de acordo com os deveres fiduciários dos administradores, o Ministério Público do Estado do Rio de Janeiro vem se pronunciando pela existência do dever da sociedade empresária de confessar a falência, uma vez que a manutenção da atividade empresária, além de agravar a insolvência, aumentará os prejuízos dos credores e refletirá violação à boa-fé objetiva. Com base em tal entendimento, nos autos do conhecido processo de falência da VARIG S.A., o Juízo da 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro reconheceu a responsabilidade civil dos administradores por prejuízos

---

<sup>14</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça de Santa Catarina. Apelação Cível nº. 47.180. Relator: Desembargador Amaral e Silva. Terceira Câmara Cível. Florianópolis, 30 de junho de 1995.

<sup>15</sup> GOUVÊA, João Bosco Cascardo de. *Recuperação e Falência*: Lei nº. 11.101/2005. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 259.

causados pelo prolongamento artificial das atividades da sociedade, em detrimento do bloco de credores. Nesse sentido, leia-se o seguinte trecho da sentença:

Como bem disse o Ministério Público, é dever dos administradores da sociedade em crise econômico-financeira, que não vislumbrem possibilidade de recuperação, requerer a própria falência, conforme previsto no art. 105 da Lei 11.101/2005, sob pena de responsabilização pessoal, na forma do art. 82 da mesma lei. Nesse caso, o prolongamento da agonia patrimonial e financeira da sociedade somente prejudicaria os credores, com o aumento do passivo e, muito provavelmente, a redução do ativo.

Em caso ainda mais recente<sup>16</sup>, a 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, mais uma vez, reconheceu a responsabilidade do administrador pela não confissão da falência. Com efeito, verificada a fraudulenta dilapidação patrimonial de sociedade falida, o juízo concedeu a antecipação de tutela postulada pelo Ministério Público, de modo a decretar a indisponibilidade de todos os bens pessoais do administrador. Leia-se:

Trata-se de Ação de Responsabilidade Civil proposta pelo Ministério Público na qual requer a decretação da desconsideração da personalidade jurídica em razão da fraude perpetrada pelos réus [...] em razão da cessão de suas cotas da sociedade empresária falida para terceiros ('laranjas'), objetivando se exonerarem da responsabilidade inerente ao processo falimentar. Aduz que os aludidos sócios tinham consciência que a sociedade empresária da qual faziam parte estava passando por dificuldades financeiras e inobstante a existência do dever legal de confessar a falência desta (art. 186 inc. III, da Lei de Falências), preferiram comprometer ainda mais o patrimônio da empresa (prolongamento artificial da sociedade empresária falida), em detrimento aos credores.

---

<sup>16</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Ação autuada sob o nº. 0246474-57.2011.8.19.0001. Juiz Luiz Roberto Ayoub. 1ª Vara Empresarial. Rio de Janeiro, 17 de agosto de 2011.

[...]

A medida pleiteada pelo Ministério Público objetiva coibir abusos praticados pelos sócios acobertados pelo manto da personalidade jurídica da sociedade. Assim, diante do exposto, proíbo a prática de atos de disposição ou oneração de bens, sujeitos à falência e decreto a indisponibilidade de todos os bens dos réus. Oficie-se à Receita Federal para que remeta ao juízo cópia das três últimas declarações de IR dos sócios acima mencionados. Determino o bloqueio de contas-correntes e aplicações financeiras dos réus junto ao BACEN-JUD.

Como se pode notar, apesar de controvertida a aplicação do *deepening insolvency* no nosso ordenamento, é possível verificar a sua crescente aceitação pelo Poder Judiciário, de modo a viabilizar a responsabilização pessoal dos controladores e administradores que não confessam a falência, praticando atos danosos à sociedade e aos seus credores.

### **3 – O art. 82 da lei 11.101/05 e a legitimidade para ajuizar a Ação de Responsabilidade Civil fundada no *deepening insolvency***

O art. 82 da Lei 11.101/05<sup>17</sup> dispõe sobre a responsabilidade pessoal dos sócios e administradores de sociedade limitada e dos acionistas controladores e administradores de sociedade anônima, estabelecendo que tal responsabilidade deva ser apurada no próprio juízo da falência, independentemente da realização do ativo e da prova de insuficiência patrimonial para cobrir o passivo. Embora genérica, tal previsão serve de fundamento para a responsabilidade pelo agravamento da insolvência da sociedade.

No entanto, conforme explicado por Fábio Ulhoa Coelho, a

---

<sup>17</sup> Art. 82. A responsabilidade pessoal dos sócios de responsabilidade limitada, dos controladores e dos administradores da sociedade falida, estabelecida nas respectivas leis, será apurada no próprio juízo da falência, independentemente da realização do ativo e da prova da sua insuficiência para cobrir o passivo, observado o procedimento ordinário previsto no Código de Processo Civil.

existência e a extensão da responsabilidade dos controladores e administradores não são tratadas na legislação falimentar, e na verdade derivam da própria lei societária:

O dispositivo aplica-se, principalmente, a quatro sujeitos: o sócio da sociedade limitada, administrador da sociedade limitada, acionista controlador da sociedade anônima e administrador da sociedade anônima.

Nele, trata-se dos aspectos processuais e da prescrição da ação de responsabilização desses sujeitos quando sobrevinda a falência da sociedade. A existência e extensão da responsabilidade, destaque-se, não são tratadas na legislação falimentar. É matéria da lei societária, à qual o dispositivo faz expressa remissão<sup>18</sup>.

Como se vê, há quem entenda que o art. 82 apenas se destina a traçar os aspectos processuais da responsabilização, motivo pelo qual o fundamento da responsabilidade civil, necessariamente, terá de derivar da legislação societária.

No entanto, nem no capítulo atinente às sociedades limitadas do Código Civil de 2002 e nem na Lei das Sociedades Anônimas há qualquer menção à responsabilidade pessoal dos controladores e administradores pelo prolongamento artificial da sociedade. Por conta disso, para aqueles que acreditam que o art. 82 da Lei 11.101/05 não justifica o ajuizamento de ação de responsabilidade civil fundada no *deepening insolvency*, a utilização do agravamento da insolvência como fundamento para o ressarcimento se daria através da aplicação analógica de dispositivos da lei societária.

No caso dos administradores de sociedades limitadas, por exemplo, a responsabilidade pelo *deepening insolvency* se equipararia à violação do dever de diligência, expressamente prevista no art. 1.011 do Código Civil, segundo o qual o administrador deverá ter “o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios”.

---

<sup>18</sup> *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2005. p. 82.

Na hipótese dos administradores de sociedades anônimas, a responsabilidade pelo prolongamento artificial da vida societária decorreria do disposto no art. 158, I da Lei 6.404/76, segundo o qual o administrador responderá pelos atos praticados “dentro de suas atribuições ou poderes”, desde que comprovada a “culpa ou dolo”.

Por fim, quanto aos acionistas controladores de sociedades anônimas, o *deepening insolvency* se traduziria em abuso do poder de controle, hipótese de responsabilização pessoal na forma do art. 117 da Lei 6.404/76 (“O acionista controlador responde pelos danos causados por atos praticados com abuso de poder”).

Ainda assim, diante da falta de dispositivo expresse, reside dúvida quanto à questão da legitimidade para se ajuizar a respectiva ação de responsabilidade civil com fundamento no *deepening insolvency*. Neste trabalho, serão discutidas três das figuras mais consideradas pela doutrina e jurisprudência: (i) o Ministério Público, em razão da sua ampla legitimidade para intervir em todas as fases do processo falimentar; (ii) os acionistas minoritários, em decorrência dos deveres de fidúcia (*i.e.* de lealdade e de informação) para com eles dos controladores e administradores durante a gestão da empresa; e (iii) os próprios credores da sociedade falida, tendo em vista que são eles os principais prejudicados pelo prolongamento artificial da sociedade e os sofreadores diretos do dano em questão.

A fim de melhor analisar a legitimidade processual, abordar-se-á cada hipótese de maneira isolada.

### **3.1 – A legitimidade do Ministério Público**

Conforme o disposto no art. 127 da Constituição Federal<sup>19</sup>, o Ministério Público é instituição essencial à função jurisdicional do Estado, incumbido de defender a ordem jurídica, o regime democrático e os interesses sociais e individuais indisponíveis, pelo

---

<sup>19</sup> Art. 127. O Ministério Público é instituição permanente, essencial à função jurisdicional do Estado, incumbindo-lhe a defesa da ordem jurídica, do regime democrático e dos interesses sociais e individuais indisponíveis.

que a sua atuação se faz obrigatória sempre que presente o interesse público socialmente relevante. É o que dispõe, também, o art. 82, III do Código de Processo Civil<sup>20</sup>, segundo o qual a intervenção ministerial se fará necessária sempre que houver interesse público evidenciado pela natureza da lide.

O interesse público socialmente relevante a legitimar a intervenção do Ministério Público para ajuizar a ação de responsabilidade civil estaria ligado à tutela dos interesses transindividuais da coletividade e, mais especificamente, dos *stakeholders* da sociedade, neles incluídos os sócios, os empregados, os clientes, os fornecedores, os sindicatos, os credores, a Fazenda, e todas as outras pessoas abrangidas pela decretação de falência da empresa.

Conforme explicado por Emerson Garcia, a decretação de falência gera uma série de consequências para a coletividade, tal como a desestabilização do sistema creditório, o desequilíbrio econômico-financeiro dos credores e dos próprios empregados ligados à empresa. Justamente por isso, verificado o estado falimentar de uma empresa, devem ser adotadas as medidas necessárias à individualização da sua causa e a evitar o enriquecimento ilícito dos administradores que eventualmente se beneficiaram com atos fraudulentos e de dilapidação patrimonial:

Identificado o estado de falência, devem ser adotadas as medidas necessárias à individualização das causas de sua ocorrência, buscando evitar, tanto quanto possível, a sua repetição ou mesmo a sua indesejada exploração lucrativa, o que ensejaria o enriquecimento do falido e a frustração dos direitos creditícios de tantos quantos com ele negociaram. É esse, em essência, o interesse público que tem justificado a intervenção do Ministério Público em todas as fases processuais [...] <sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Art. 82. Compete ao Ministério Público intervir: [...] III – nas ações que envolvam litígios coletivos pela posse da terra rural e nas demais causas em que há interesse público evidenciado pela natureza da lide ou qualidade da parte.

<sup>21</sup> *Ministério Público: Organização, Atribuições e Regime Jurídico*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008. p. 330.

Ainda de acordo com o autor, o veto ao art. 4º da Lei 11.101/05, o qual previa que “o representante do Ministério Público intervirá nos processos de recuperação judicial e de falência”, não alterou a conclusão quanto à obrigatoriedade da intervenção ministerial em todas as fases processuais da falência e da recuperação, tendo em vista a inafastável presença do interesse público a legitimar a sua atuação<sup>22</sup>.

É também o que explica Márcio Guimarães, o qual destaca a preponderância da dimensão coletiva sobre o direito individual, para explicar que, com base no art. 82, III do Código de Processo Civil, o Ministério Público “tem boa base de poder para a tutela dos interesses transindividuais, presentes tanto na falência, na recuperação judicial e extrajudicial”<sup>23</sup>.

Sobre a questão, o egrégio Superior Tribunal de Justiça vem reconhecendo a legitimidade do órgão ministerial para a tutela dos interesses transindividuais em casos semelhantes, como, por exemplo, para ajuizamento de ação de responsabilidade dos administradores de instituição financeira, depois de encerrada a liquidação extrajudicial. Naquela hipótese, persistindo os prejuízos sofridos pelos consumidores com a decretação da falência, não haveria motivo para se retirar a legitimidade do Ministério Público para ajuizar a ação de responsabilidade civil:

Direito comercial e processual civil. Medida cautelar de arresto. Sociedade empresária em regime de liquidação extrajudicial. Decretação de quebra. Legitimidade do Ministério Público. Relevante interesse social. Disposição legal. Responsabilidade dos administradores. Prejuízo demonstrado. Honorários advocatícios.

- O entendimento pacífico, de se retirar a legitimidade do Ministério Público para propor ou prosseguir com a medida cautelar de arresto e a ação de responsabilidade

---

<sup>22</sup> Op. cit. p. 332.

<sup>23</sup> *O Ministério Público no Novo Sistema de Insolvência Empresarial: A Habilitação e Impugnação de Créditos*. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 56.



dos administradores da instituição financeira, previstas nos arts. 45 e 46 da Lei n.º 6.024/74, quando encerrada a liquidação extrajudicial, deve merecer análise por outros prismas: (i) impõe-se considerar o relevante interesse social que subjaz aos prejuízos sofridos pelos consumidores com a falência da instituição financeira; (ii) a nova Lei, que não pode retroagir a este caso concreto, dispõe expressamente contra o entendimento outrora pacificado pelas Turmas de Direito Privado do STJ.

[...]

- A demonstração do prejuízo e o alcance da responsabilidade dos administradores da falida são questões que o acórdão recorrido definiu e cuja modificação do julgado é obstada pelo inviável revolvimento de provas em recurso especial.

- Presente a litigiosidade e composta a lide pela massa falida, cabível a imposição aos sucumbentes do pagamento de honorários advocatícios. Precedentes. Recurso especial não conhecido<sup>24</sup>.

A legitimidade do Ministério Público para a tutela dos interesses transindividuais no processo falimentar pode ser extraída, também, do disposto no art. 132 da Lei 11.101/05, que lhe confere expressa pertinência subjetiva para o ajuizamento de ação revocatória, espécie de ação coletiva. Portanto, diante de tal previsão expressa, entende-se que não haveria óbices à intervenção ministerial para também tutelar os interesses dos *stakeholders* prejudicados por condutas danosas praticadas pelos administradores da sociedade falida. Vale ressaltar, inclusive, que o egrégio Tribunal de Justiça do Distrito Federal já teve a oportunidade de decidir, afirmando a legitimidade do Ministério Público para ajuizar ação de responsabilidade pessoal contra sócios de sociedade falida, apesar da lacuna legislativa sobre o tema:

#### RESPONSABILIDADE PESSOAL DOS SÓCIOS.

---

<sup>24</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 219.103/SP. Relator: Ministra Nancy Andrighi. Terceira Turma. Brasília, 30 de maio de 2005.

JUÍZO DA FALÊNCIA. ARTIGO 82 DA LEI 11.101/2005. LEGITIMIDADE. MINISTÉRIO PÚBLICO. LACUNA. INÉPCIA DA INICIAL. INOCORRÊNCIA.

1. Constata-se uma lacuna legislativa quanto aos legitimados à propositura da ação de responsabilização pessoal dos sócios de responsabilidade limitada em sociedade falida. Contudo em uma leitura sistemática do ordenamento jurídico, por aplicação analógica dos artigos 132 da Lei 11.105/05 e 50 do CPC, não tem sentido falar-se em ilegitimidade do Ministério Público para propor ação de responsabilidade pessoal dos sócios de sociedade em processo de falência, por atos praticados em desconformidade com a legislação de regência ou contrato social da empresa. [...]<sup>25</sup>.

Por tais motivos, ainda que o Código de Processo Civil seja silente, entende-se que o Ministério Público possui legitimidade para ajuizar ação de responsabilidade civil contra administradores e controladores em decorrência de prejuízos causados pelo prolongamento artificial da vida societária.

### **3.2 – A legitimidade dos sócios / acionistas minoritários**

Conforme preceituado no art. 75 da Lei 11.101/05, a falência visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos da sociedade, de modo a garantir a maior satisfação possível de credores. De acordo com a classificação dos créditos prevista na legislação falimentar, os créditos dos sócios da sociedade falida serão os últimos a serem pagos, vez que englobados na categoria de créditos subordinados, na forma do art. 83, VIII, “b”. Nada mais certo, portanto, que os mesmos possam se valer dos meios necessários para proteger o seu crédito, através da ação de responsabilidade civil dos administradores e controladores que lhes causarem prejuízos comprovados.

---

<sup>25</sup> BRASIL. Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios. Apelação Cível nº. 2009.01.1.1035313-8. Relator: Desembargador Lécio Resende. Primeira Turma Cível. Brasília, 16 de fevereiro de 2011.

Além disso, os acionistas majoritários e os administradores possuem deveres fiduciários para com os minoritários, tendo em vista a sua posição privilegiada em relação aos negócios da sociedade. A título exemplificativo, o dever de diligência, previsto no art. 1.011 do Código Civil e no artigo 153 da Lei nº 6.404/76, determina que o administrador deve agir com o mesmo cuidado e empenho que empregaria na administração de seus próprios negócios. De maneira similar, o dever de informar pressupõe que o administrador preste as informações relevantes e suficientes a respeito de sua gestão, apresentando as contas e balanços de maneira acurada, na forma disposta nos art. 157 da Lei nº 6.404/76.

Sobre o padrão de conduta dos administradores e controladores, Modesto Carvalhosa ensina que a legislação societária prevê *standards* amplos e flexíveis, os quais são capazes de abranger uma série de situações e circunstâncias peculiares de cada caso:

O preceito ora estudado prescreve alguns padrões de comportamento do administrador. Neles estão implícitos modelos e combinações de elementos que fornecem a linha de conduta subjetiva que deve ser observada pelo administrador. Tais *standards* são amplos, flexíveis e capazes, portanto, de abranger variadas situações, conforme as circunstâncias e peculiaridades de cada caso<sup>26</sup>.

Portanto, é possível enquadrar o agravamento da insolvência da empresa em hipóteses de violação pelos administradores e controladores dos deveres fiduciários previstos na lei societária e de inobservância dos parâmetros mínimos de conduta, situações nas quais estariam legitimados os acionistas minoritários a ajuizar a respectiva ação de responsabilidade civil, a fim de resguardarem o seu crédito.

No entanto, é preciso que se comprove que a conduta causadora do agravamento da insolvência da empresa se traduz em ato

---

<sup>26</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 3, p. 266.

fraudulento consciente, já que pela chamada teoria do *business judgement rule*, os atos regulares de gestão dos controladores e administradores possuem imunidade jurídica. Nesse sentido, o §6º do art. 159 da Lei 6.404/76, prevê que “o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”, pelo que as decisões que observarem o princípio da boa-fé, forem baseadas em informações amplas do negócio e tomadas de maneira independente, sem conflito de interesses ou em benefício próprio do administrador e, em especial, com observância dos deveres fiduciários, não poderão ser imputadas a eles para fins de responsabilidade pessoal<sup>27</sup>.

Isso porque, o *business judgement rule* visa garantir um escopo de atuação livre e imune a qualquer responsabilização, desde que comprovado o devido cuidado e a boa-fé aplicada nas funções desempenhadas pelo administrador visando à consecução do objeto social da sociedade. Conforme explicado pela doutrina americana, de onde se originou a teoria: “um administrador que toma uma decisão sobre o negócio de boa fé cumpre o seu dever [...] se o administrador não tem qualquer interesse na matéria da decisão relativa ao negócio; está informado com respeito a essa matéria na extensão em que o administrador acredita razoavelmente ser apropriado segundo as circunstâncias; e racionalmente acredita que a decisão é tomada no melhor interesse da sociedade”<sup>28</sup>.

A doutrina brasileira, em comentários ao art. 158 da Lei das S.A., igualmente prestigia a noção de que os administradores não respondem pelas obrigações da sociedade, decorrentes de atos regulares de gestão:

Em princípio, os administradores não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações que, em virtude de ato

---

<sup>27</sup> REIS, Juliana de Freitas. Deepening insolvency: a obrigatoriedade do pedido de autofalência. *Revista de Artigos Científicos dos Alunos da EMERJ*, Rio de Janeiro, Volume 3, Número 2, 2011, p. 21.

<sup>28</sup> American Law Institute, Principles of Corporate Governance, Section 4.01 (c).

regular de gestão, contraírem em nome da sociedade. Se contraem uma obrigação em nome da sociedade, o fazem como representantes da sociedade, pessoa jurídica, e, por isso, é o patrimônio da companhia que responderá. Essa é a norma legal consubstanciada na primeira parte do art. 158<sup>29</sup>.

[...] a representação da companhia é privativa dos diretores (art. 138, § 1º), bem como a sua gestão. Nas relações com terceiros é a própria companhia quem se vincula, embora o faça por meio de seu diretor ou de seus diretores (conforme o estatuto), ou seja, de seu órgão, que a *presenta*. O ato é, assim, do órgão, não do administrador. Daí que o diretor ou diretores não assumem a responsabilidade pessoal, desde que se trate de *ato regular de gestão*. Por este, há de se entender o praticado em nome da sociedade e de conformidade com a lei e o estatuto<sup>30</sup>.

Portanto, comprovado que os atos dos administradores não estão abarcados pela imunidade do *business judgement rule*, demonstrando-se a existência de dano causado pelo agravamento da insolvência da sociedade e verificado o nexo de causalidade entre os atos dos administradores e o dano em si, não haveria óbices para que os acionistas minoritários propusessem ação de responsabilidade civil contra os administradores ou controladores que não confessassem a falência da sociedade.

### **3.3 – A legitimidade dos credores da sociedade falida**

Na forma prevista pelo inciso IV do art. 97 da Lei 11.101/05, qualquer credor está legitimado a requerer a falência da sociedade, desde que respeitadas os requisitos do art. 94 do mesmo diploma. Tal prerrogativa visa garantir, exatamente, a preservação dos ativos da empresa e a satisfação do seu crédito, de modo a impedir a dilapidação

---

<sup>29</sup> LACERDA, J. C. Sampaio. *Comentários à Lei das S.A.* São Paulo: Saraiva, 1978. v. 3, p. 203.

<sup>30</sup> LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2009. v. II, p. 559.

do patrimônio e a posterior impossibilidade de saldar as dívidas. Percebe-se, portanto, que é do próprio espírito da lei falimentar autorizar medidas que visem a mitigar os danos sofridos pelos credores, podendo-se assim justificar a sua legitimidade para ajuizar ação de responsabilidade civil dos administradores e controladores que aumentarem os prejuízos da empresa.

No entanto, ainda que os credores sejam os principais prejudicados com prolongamento artificial da vida societária, as Cortes americanas vêm adotando o posicionamento de que não caberia a eles propor ação de responsabilidade civil fundada no *deepening insolvency*. Isso porque, de acordo com a Lei de Delaware (utilizada como parâmetro em diversos outros estados americanos), os controladores e administradores da sociedade apenas possuiriam deveres fiduciários para com os acionistas minoritários, e não para com os credores. Por esse motivo, não caberia a eles postularem a responsabilidade pessoal derivada do prolongamento artificial da vida societária, mas tão somente ingressarem com ações derivadas dos seus direitos contratualmente protegidos. É o que explica Caetano Altafin Rodrigues da Cunha, em obra específica sobre o tema:

De acordo com o Direito vigente em Delaware, credores podem ingressar com ações baseadas em seus direitos contratual ou legalmente reconhecidos, ou ainda ingressar com ações derivativas em nome da companhia. Em segundo lugar, esse artigo argumenta que, com base no Direito Falimentar de Delaware e no Brasil, credores não possuem e nem devem possuir o direito de ingressar com ações de responsabilidade civil por agravamento de insolvência. Contrariamente aos fundamentos que embasaram a decisão proferida em agosto de 2010 no caso VARIG, os conselheiros de administração devem ter como salvaguarda a regra de proteção à decisão negocial por decisões tomadas de boa-fé e de maneira informada, independentemente do resultado que delas decorra<sup>31</sup>.

---

<sup>31</sup> Ação de Responsabilidade Civil por Agravamento de Insolvência e Deveres Fiduciários em Companhias na Zona de Insolvência: Devedores Possuem a Obrigação de Promover a Autofalência em Delaware e No Brasil?, *Revista*

Ainda assim, ousa discordar de tal posicionamento. Conforme já mencionado, o aumento das dívidas e a dissipação do patrimônio, provocados pelo agravamento da insolvência da sociedade, causarão prejuízos diretos aos credores, que verão diminuídas as chances de satisfazerem os seus créditos na tardia decretação da falência. Por esse motivo, entendo que os credores que tiverem prejudicada a satisfação do seu crédito pela insuficiência patrimonial da sociedade falida têm legitimidade para dar início à ação de responsabilidade dos controladores e administradores perante o próprio juízo falimentar, a fim de prestigiar a celeridade e a economia processual, tudo em benefício da própria massa falida.

Deve-se lembrar que o art. 82 da Lei 11.101/05, responsável pelos aspectos processuais da ação de responsabilidade civil contra administradores e controladores, é claro ao dispor sobre a apuração da responsabilidade no próprio juízo falimentar, sem mencionar qualquer restrição quanto à legitimidade do interessado. Deste modo, seria imprudente acreditar que vedações de ordem processual, derivadas de um país do *Common Law*, se aplicariam ao nosso ordenamento jurídico, com características e peculiaridades processuais muito distintas.

Em comentários ao disposto no art. 82 da Lei 11.101/05, Carlos Henrique Abrão sustenta que caberia tanto ao Ministério Público e ao administrador judicial, como a qualquer terceiro interessado, o desatar da investigação em torno da responsabilidade do administrador e controlador. Leia-se:

[...] Efetivamente, cabe ao administrador judicial, Ministério Público ou provocação de terceiro interessado o desatar da investigação em torno da responsabilidade do administrador ou controlador, na medida em que os bens patrimoniais individuais responderão pela exata proporcionalidade do prejuízo

causado [...]”<sup>32</sup>.

Deste modo, entende-se pela legitimidade dos credores para, no próprio juízo falimentar, ajuizarem ação de responsabilidade civil fundada no *deepening insolvency*.

## Conclusão

Neste trabalho, buscou-se traçar a evolução do instituto do *deepening insolvency*, desde o seu surgimento no direito americano até a sua inserção no direito brasileiro, com a crescente aceitação pela doutrina e jurisprudência nacionais da responsabilização dos administradores e controladores que não confessam a falência e causam o prolongamento artificial da vida societária.

Conforme demonstrado, independentemente de quem seja o legitimado a propor a ação de responsabilidade, necessário comprovar, de maneira certa e inequívoca, que os administradores e controladores agiram com culpa no desempenho das suas funções, praticando atos conscientes de agravamento da insolvência, em detrimento dos credores e da própria sociedade, tendo em vista a impossibilidade de se rever os atos regulares de administração, conforme a regra do *business judgment rule* (art. 158 da Lei das S.A.).

Apesar de a legislação falimentar não prever expressamente a responsabilidade pessoal pela não confissão da falência, conclui-se que tanto o Ministério Público quanto os acionistas minoritários e os próprios credores prejudicados possuem legitimidade para ajuizar a respectiva ação de responsabilidade, perante o próprio juízo falimentar, conforme o disposto no art. 82 da Lei 11.101/05.

No que se refere à intervenção ministerial, pela sua prerrogativa de defesa dos interesses transindividuais, tal como o dos *stakeholders* atingidos pela decretação de falência, a sua atuação se

---

<sup>32</sup> ABRÃO, Carlos Henrique. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 3ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 247.



daria de maneira legítima. Já no que se refere acionistas minoritários, com base nos deveres de fidúcia dos administradores e na vedação ao abuso de poder dos controladores, é certo que eles poderão ingressar no juízo falimentar pleiteando a responsabilidade pessoal daqueles cujos atos de gestão extrapolaram o padrão de conduta esperado pela *business judgement rule*, provocando verdadeiros prejuízos à sociedade. Por último, no que diz respeito aos credores, por se tratarem dos principais prejudicados pelo agravamento da insolvência, os mesmos possuiriam legitimidade para ajuizar a ação de responsabilidade pessoal dos administradores, no próprio juízo falimentar, de modo a prestigiar a economia e a celeridade processual, e a fim de garantir a mitigação dos prejuízos por eles sofridos, especialmente em razão do espírito da lei falimentar que já permite a eles requererem a falência da empresa.

Ainda que inexistentes os obstáculos para a aplicação do *deepening insolvency* no nosso ordenamento, deverá o legitimado ativo comprovar a configuração dos elementos caracterizadores da responsabilidade pessoal dos administradores e controladores, qual seja, a prática de atos durante o estado de insolvência da empresa, a existência de prejuízos decorrentes de tal atos (nexo de causalidade) e a culpa ou dolo do agente.

**A OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES POR  
ATINGIMENTO DE PARTICIPAÇÃO ACIONÁRIA  
RELEVANTE INSTITUÍDA PELO CAF<sup>1</sup>**

**THE TENDER OFFER FOR ACQUISITION OF MATERIAL  
EQUITY INTEREST ESTABLISHED BY CAF**

*Ligia Padovani*

*Resumo:* Este artigo pretende tecer impressões iniciais acerca da novel OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, entidade de autorregulação voluntária do mercado de capitais brasileiro, destacando seus principais aspectos, hipóteses de incidência, as fontes de inspiração, bem como as problemáticas que envolvem o modelo adotado por essa entidade como forma de garantir as tão almejadas, pelo mercado, condições equitativas entre acionistas em operações de tal natureza.

*Palavras-chave:* Autorregulação. CAF – Comitê de Aquisições e Fusões. Oferta Pública de Aquisição de Ações. OPA por atingimento de participação acionária relevante.

*Abstract:* The objective of this paper is to weave initial impressions of the novel tender offer for acquisition of material equity interest established by Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, a voluntary self-regulation entity of the Brazilian capital market, highlighting its key aspects, hypothesis of incidence and sources of inspiration that underlies the model adopted by the entity, in order to ensure the desired equitable conditions between shareholders in operations of such nature.

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 14.11.2014 e aceito em 05.12.2014.

*Keywords:* Self-Regulation. Comitê de Aquisições e Fusões - CAF. Tender Offer. Tender Offer for Acquisition of Material Equity Interest.

*Sumário:* Introdução. 1. Breves Considerações acerca da Regulação e Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro. 1.1. A Autorregulação Voluntária. 2. O CAF e sua Inspiração (Takeover Panel Britânico). 3. As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações. 4. Comentários sobre as Cláusulas de “Poison Pills” Brasileiras. 5. OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante instituída pelo CAF. 5.1. Os Casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão e a atuação do CAF. 5.2. O Percentual Mínimo de Disparo da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante. 5.3. Uma Análise Crítica da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante. Conclusão.

## **Introdução.**

Não é de hoje que discussões envolvendo o poder de controle e sua transferência existem no mundo do mercado de capitais, gerando inúmeras controvérsias a respeito do assunto. A (falta de) regulação das OPAs relacionadas à aquisição de participação acionária relevante que pode ou não caracterizar o controle minoritário, por vezes, é capaz de impedir a realização de operações eficientes e de interesse da companhia, ao mesmo tempo em que, em sentido oposto, permite a cristalização de estruturas de capital concentrado ineficientes.

Com foco nisso, o presente artigo traz, inicialmente, breves considerações a respeito da autorregulação no mercado de capitais. A

seguir, considerando sua fonte de inspiração, será a vez de conceituar e caracterizar o CAF e as operações sujeitas à sua autorregulação voluntária.

Em seguida, será apresentada uma visão geral das ofertas públicas de aquisição de ações previstas na regulamentação brasileira, bem como nos estatutos sociais das companhias – as chamadas, na realidade brasileira, cláusulas de manutenção à dispersão acionária (*poison pills*), para, então, ser feita uma exposição sobre a OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF, inclusive a fim de se identificar eventuais semelhanças entre os diversos modelos existentes.

Nesse contexto, a análise dos casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão se faz relevante, na medida em que representam tentativas de *takeover* no mercado acionário brasileiro que, por suas características, se submetidos à atuação (*real time*) do CAF, poderiam ter sido conduzidos de forma distinta e tido outro desfecho que não aquele ocorrido nos casos concretos.

Por fim, será feita uma análise crítica da OPA por atingimento de participação acionária relevante com a apresentação de possíveis problemáticas decorrentes de sua aplicação, a fim de se concluir se essa pode ou não ser uma ferramenta eficiente para corrigir determinadas falhas do mercado acionário brasileiro.

## **1. Breves Considerações Acerca da Regulação e Autorregulação no Mercado de Capitais Brasileiro.**

A evolução e dinamização do mercado de capitais brasileiro nos últimos tempos foram acompanhadas pela adoção de várias medidas de política econômica e por uma regulação cada vez mais intensa, com um grande número de normas direcionadas a todas as atividades e agentes do mercado de capitais que visam ao aumento da liquidez e da captação de recursos de forma direta pelas companhias abertas.

Embora não haja uma definição única do que seja regulação<sup>2</sup>, pode-se caracterizá-la, no âmbito do mercado de capitais, pela atuação do Estado - por meio da edição de normas - com o objetivo de ordenar e regulamentar as condutas dos participantes do mercado, bem como de fiscalizar o seu cumprimento.

Nas palavras de Carlos Ari Sunfeld:

A regulação é - isso sim - característica de certo modelo econômico, aquele que o Estado não assume diretamente o exercício de atividade empresarial, mas intervém enfaticamente no mercado utilizando instrumentos de autoridade. Assim, a regulação não é propriamente de certa família jurídica, mas sim uma opção de política econômica.<sup>3</sup>

No Brasil, as funções normativas do mercado de capitais exercidas pelo Estado foram atribuídas ao Conselho Monetário Nacional (“CMN”), à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), autarquia criada nos termos da Lei nº 6.385/76, e ao Banco Central do Brasil (“BACEN”), sendo que compete primordialmente ao primeiro

---

<sup>2</sup> “Do ponto de vista teórico não é fácil definir o que seja regulação. Um das formas de se entender a regulação é descrevê-la como o instrumento utilizado pelo Estado na ordenação e organização dos mercados (GRAU, 2002, p. 136). Pode-se entender regulação como poderes e ações decorrentes da intervenção do Estado quando este manifesta objetivos declaradamente econômicos (SUNDFELD, 2002, p. 18). Outra possibilidade é entender a regulação como controle legislativo e administrativo exercido por meio de impostos, subsídios, controle sobre ingresso nos mercados (POSNER, 2004, p. 50). Pode-se adotar ainda a visão de que existem ao menos três formas de regulação: a econômica, que interfere diretamente nas relações de mercado; a social, que protege os interesses públicos, tais como meio ambiente e segurança; e a administrativa, que são regras por meio das quais os governos coletam informações e intervêm em decisões econômicas individuais (OCDE, 1997)” (SANT’ANA, Diogo de. *Conjuntura da Regulação no Brasil: conflitos e convergências*. In: SHAPIRO, Mario Gomes (Coord.). *Direito Econômico Regulatório*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 366. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *et al. Mercado de Capitais e Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 13).

<sup>3</sup> SUNDFELD, Carlos Ari. *Serviços públicos e regulação estatal*. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros/SBDP, 2000. p. 23.

órgão definir a política de organização e funcionamento do mercado de capitais, orientando a atuação destas duas últimas instituições.

Tendo em vista que, nem sempre, o Estado é capaz de, sozinho, intervir diretamente nos negócios dos participantes do mercado, há situações em que eles mesmos, visando ao próprio interesse e a altos padrões de qualidade e eficiência na regulação de suas atividades, organizados em instituições ou associações privadas, supervisionados pelo Estado e dentro dos limites estabelecidos por lei, têm poderes para estabelecer normas específicas relacionadas às suas atividades e fiscalizar o seu efetivo cumprimento. É a denominada autorregulação.

De natureza obrigatória para os membros a que se destina e a ela, de alguma maneira, aderem, a autorregulação nada mais é do que a derivação da função normativa regulamentar exercida pelo Poder Executivo, isto é, a atribuição de poderes a entidades privadas para normatização e fiscalização de matérias específicas relacionadas aos seus segmentos de atuação.

Outra característica da autorregulação é o seu caráter coletivo, ou seja, os próprios regulados, ao se organizarem no intuito de regulamentar suas atividades, editam normas cogentes direcionadas a todos os participantes de um determinado grupo. Para Otávio Yazbek<sup>4</sup>, a autorregulação nada mais é do que uma espécie de arranjo especial para que as atividades regulatórias se desenvolvam.

Os objetivos almejados pela autorregulação, portanto, consistem em: (i) evitar uma intervenção estatal direta, distorcida e desfocada da realidade do mercado, uma vez que os participantes são os melhores e maiores conhecedores dos anseios e das necessidades regulatórias das suas atividades; (ii) garantir a segurança jurídica e o desenvolvimento do mercado de maneira mais eficiente e com qualidade; e, por fim (iii) atrair mais investimentos, aumentando a credibilidade no mercado e a confiabilidade dos investidores.

---

<sup>4</sup> YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 213.

Vale observar que tanto a regulação quanto a autorregulação são fundamentais para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro, especialmente em razão da morosidade do Congresso Nacional na edição de leis capazes de acompanhar a sofisticação e especialidade das operações, bem como a criatividade dos participantes do mercado no ritmo que ele demanda.

É com base nessa sustentação mista, qual seja, regulação e autorregulação - que as economias modernas conduzem os seus mercados, visando ao aperfeiçoamento de sua estrutura regulatória e, conseqüentemente, das práticas desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais.

### **1.1. A Autorregulação Voluntária.**

Conceitualmente, há duas espécies de autorregulação: legal e voluntária. A primeira se caracteriza pela delegação do poder regulamentar a determinada entidade pelo Poder Público decorrente, como o próprio nome indica, de expressa previsão legal nesse sentido, como é o caso das bolsas de valores, cuja autonomia administrativa, financeira, patrimonial e dever de fiscalização dos seus membros e das operações nelas realizadas estão previstos na Lei nº 6.385/76<sup>5</sup>.

No tocante à autorregulação voluntária, cabe aos próprios participantes a iniciativa de formalmente regulamentarem sua atuação no mercado mediante a criação de normas, cuja observação compete somente àqueles que voluntariamente se sujeitaram a tal regramento imposto pelo órgão regulador privado, sendo certo, por outro lado, que, caso se sinta prejudicado ou não haja mais interesse, o então participante tem plena autonomia para se desvincular.

---

<sup>5</sup> Art. 17. As Bolsas de Valores, as Bolsas de Mercadorias e Futuros, as entidades do mercado de balcão organizado e as entidades de compensação e liquidação de operações com valores mobiliários terão autonomia administrativa, financeira e patrimonial, operando sob a supervisão da Comissão de Valores Mobiliários.

A intervenção do Estado, nesses casos, só ocorre se o órgão regulador privado descumprir dispositivo de lei ou agir de forma a prejudicar o mercado com práticas anticompetitivas ou desleais.

Em geral, as atividades das entidades de autorregulação são desempenhadas adotando-se padrões diferenciados de conduta, por meio da atribuição de selos de qualidade, aconselhamento diante da realização de consultas, monitoramento dos participantes, entre outros procedimentos que, usualmente, estão dispostos nos chamados “Códigos de Conduta” dos órgãos reguladores.

Entre os exemplos da autorregulação voluntária, podem ser citadas entidades como ANBIMA, ABRASCA, APIMEC, IBGC, AMEC, CETIP e, a mais recente, o CAF.

Trata-se de entidades de iniciativa privada determinantes para a consolidação da estrutura regulatória dos agentes e operações do mercado de capitais brasileiro a que se destinam. É certo, ainda, que a própria CVM prestigia e valida a atuação de determinadas entidades de autorregulação.

Como exemplo da confiabilidade atribuída por esta Autarquia a tais entidades é preciso citar os convênios firmados com a ANBIMA<sup>6</sup> e o mais recente convênio celebrado com a Associação dos Apoiadores do Comitê de Aquisições e Fusões (“ACAF”), por meio do qual a CVM presume a regularidade das operações de reorganização societária entre partes relacionadas que passem pelo crivo do CAF<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Mútuo aproveitamento de termos de compromisso celebrados e de penalidades aplicadas no âmbito das duas instituições, bem como intercâmbio de informações e procedimento simplificado para os registros de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários no mercado primário ou secundário. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/convenios/convenios.asp>>. Acesso em: 06 jun. 2014.

<sup>7</sup> O presente Convênio tem por objeto: (i) estabelecer que as Operações de Reorganização Societária entre Partes Relacionadas que sigam o Código de Autorregulação e que sejam consideradas regulares pelo CAF no exercício de sua atividade de autorregulação gozarão, sem prejuízo do exercício das atribuições legais da CVM, de presunção de regularidade; e (ii) estabelecer mecanismos de cooperação entre a CVM e o CAF visando ao intercâmbio de informações sobre as



Verifica-se, pois, que as entidades de autorregulação voluntária exercem um grande papel no mercado de capitais brasileiro e podem influir significativamente no desenvolvimento do segmento, motivo pelo qual se faz necessária uma boa compreensão dos seus objetivos e procedimentos, de modo a combater suas fragilidades e garantir soluções de mercado eficientes em um ambiente competitivo.

## **2. O CAF e sua Inspiração (*Takeover Panel* Britânico).**

O Comitê de Aquisições e Fusões – CAF, conforme mencionado acima, é uma entidade privada e que funciona com base em um modelo de autorregulação voluntária. Foi constituído recentemente com o objetivo de assegurar a observância de condições equitativas nas ofertas públicas de aquisição de ações (“OPAs”) e operações de reorganização societária envolvendo companhias abertas.

A principal inspiração do CAF foi o modelo britânico do *Takeover Panel*, órgão de caráter autorregulatório na origem<sup>8</sup> que normatiza e fiscaliza as operações de fusão e aquisição no Reino Unido, com o objetivo de garantir um tratamento equitativo entre os acionistas e conferir transparência a tais operações.

Nos termos previstos na lei inglesa, o *Takeover Panel* é competente para (quando provocado por um acionista, investidor ou outros interessados ou, até mesmo de ofício) intervir em qualquer operação na qual entenda existir infração das normas de boa conduta comercial.

---

atividades voltadas à regulação e à fiscalização das Operações de Reorganização Societária entre Partes Relacionadas. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/convenios/convenios.asp>>. Acesso em: 06 jun. 2014.

<sup>8</sup> O modelo do *Takeover Panel* inglês foi tão bem sucedido que, em 2007, as decisões proferidas por este órgão passaram a ter força vinculante em razão da sua elevação a nível de “órgão estatutário” previsto expressamente no *Companies Act*, momento a partir do qual lhe foram atribuídos poderes para impor sanções e executar suas próprias decisões.

À semelhança do modelo de autorregulação do *Takeover Panel*, o CAF também exerce função consultiva, de modo que as partes podem submeter à apreciação do órgão fatos específicos ou operações inteiras que já tenham ou não sido realizadas e divulgadas ao mercado, a depender do tipo da consulta, além da possibilidade de submissão de reclamações.

No que tange ao modo de atuação do CAF, a análise da operação é completa com a resolução dos problemas *real time* (e não *a posteriori* como ocorre no judiciário e tribunais arbitrais), além de contar com a atuação de profissionais multidisciplinares como interlocutores, com a qual pretende-se garantir flexibilidade para absorver o dinamismo do mercado.

Em síntese, os pilares de sustentação do novo modelo de autorregulação proposto pelo CAF são: (i) a adoção de um Código de Autorregulação<sup>9</sup> (“Código CAF”) que sintetiza um conjunto de princípios e regras em que aqueles prevalecem sobre estas; (ii) a adesão voluntária das companhias por meio de uma ampla reforma estatutária com a inclusão de cláusulas no sentido de que a companhia, seus acionistas e administradores estão obrigados a cumprir as regras do Código CAF e a respeitar as decisões por ele proferidas; (iii) a formação de um painel com membros independentes e altamente especializados; (iv) a possibilidade de atuação *real time* e somente se e quando provocado; (v) a rapidez nas decisões e (vi) a presunção de regularidade para as decisões do CAF nas operações de reorganização societária entre partes relacionadas pela CVM.

Por fim, vale ressaltar que a BM&FBovespa e a Azul foram as primeiras companhias a assinarem o termo de intenção de adesão ao Código CAF e as únicas que se tem conhecimento até o momento.

---

<sup>9</sup> CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014.

### 3. As Ofertas Públicas de Aquisição de Ações.

As ofertas públicas de aquisição de ações caracterizam-se por ofertas lançadas, fora de bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, por qualquer entidade, com o intuito de adquirir uma determinada quantia ou todas as ações da companhia alvo da oferta.<sup>10</sup>

Com fundamento nas lições de Comparato<sup>11</sup>:

Reduzida à sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa.

Nesse contexto, as OPAs podem ser classificadas em obrigatórias e voluntárias.

O primeiro grupo engloba as OPAs: (i) para cancelamento do registro de companhia aberta para negociação de ações no mercado; (ii) decorrente do aumento de participação do acionista controlador no capital social de companhia aberta a fim de evitar a baixa liquidez das ações desta companhia; e por fim, (iii) por alienação de controle, disciplinada no art. 254-A da Lei das S.A., que garante aos acionistas minoritários ao menos 80% do preço pago pelo adquirente pelo bloco de controle. Todas essas modalidades estão previstas na Instrução CVM 361 de 5 de março de 2002 (“Instrução CVM 361”).

---

<sup>10</sup> Artigo 2º, §3º da Instrução CVM nº 361 de 5 de março de 2002: “(...) considera-se OPA a oferta pública efetuada fora de bolsa de valores ou de entidade de mercado de balcão organizado, que vise à aquisição de ações de companhia aberta, qualquer que seja a quantidade de ações visada pelo ofertante”.

<sup>11</sup> COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle da sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 242.

Ainda quanto à primeira classificação acima, recentemente, com a reforma do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários, a BM&FBovespa estendeu, para as companhias listadas no Segmento Básico, a necessidade de realização de oferta pública de aquisição de valores mobiliários na hipótese de pedido de retirada ou exclusão de negociação no segmento (ainda que ela permaneça sendo uma companhia aberta), que já era obrigatória para as companhias abertas listadas no segmento especial do Novo Mercado.

No âmbito das OPAs obrigatórias decorrentes de disposição contratual estão aquelas que devem ser realizadas quando alguma pessoa, ou entidade, vier a atingir determinado percentual acionário previsto no estatuto social da companhia: são as chamadas cláusulas de *poison pills* brasileiras.

As OPAs voluntárias, por sua vez, não decorrem de um mandamento legal nem de previsões contratuais – seja por meio da inclusão de cláusulas de *poison pills* nos estatutos sociais de companhias abertas, seja por meio da celebração de contratos de adesão aos segmentos de listagem da BM&FBovespa – mas por uma decisão estratégica do ofertante, e estão relacionadas às situações de aquisição de ações e/ou do controle de companhia aberta e de OPA concorrente - previamente formulada por um terceiro que não o ofertante ou pessoa a ele vinculada.

Vale observar que a classificação das OPAs existentes atualmente no mercado de valores mobiliários brasileiro, tal como disposta na Instrução CVM 361 (mesmo após a sua reforma no ano de 2010), reflete o paradigma preponderante de determinada estrutura acionária nas companhias brasileiras, qual seja, a de controle concentrado<sup>12</sup>.

Nesse sentido, visando a proporcionar tratamento igualitário entre os acionistas titulares de ações de uma mesma classe, além de

---

<sup>12</sup> Não por outro motivo, o fato gerador da OPA obrigatória prevista no art. 254-A da Lei das S.A. supramencionado é a alienação de controle, hipótese aplicável somente às companhias que possuem controlador prévio, o que não é o caso das companhias com capital disperso (hipótese em que haveria aquisição originária de controle).

tratamento equitativo em relação aos detentores de outras espécies ou classes de ações também nas hipóteses de aquisição de participação acionária relevante ou aquisição originária de controle, o que estaria em consonância com as boas práticas de governança corporativa tão apreciadas nos últimos tempos, e, tendo em vista as controvérsias suscitadas na CVM a respeito do assunto, o CAF estabeleceu em seu Código uma nova modalidade de OPA obrigatória, a OPA por atingimento de participação acionária relevante, a qual será mais detidamente analisada adiante.

#### **4. Comentários sobre as Cláusulas de “Poison Pills” Brasileiras.**

Conforme visto acima, existe na realidade do mercado de valores mobiliários brasileiro uma modalidade de OPA que deriva de um compromisso contratualmente assumido em decorrência de expressa disposição estatutária de algumas companhias abertas, que são as denominadas *poison pills* brasileiras.

O termo *poison pill* se refere, originalmente, a qualquer mecanismo inserido no estatuto social de companhias de capital aberto que vise a dificultar a aquisição do poder de controle oriunda de uma oferta hostil – diretamente endereçada aos acionistas da companhia, sem consulta prévia à sua administração.

No Brasil, esse instrumento jurídico adquiriu nova forma, sendo comum a sua apresentação por meio da obrigação de realização de oferta pública para a aquisição de ações endereçada a todos os acionistas da companhia, por preço substancialmente acima do praticado no mercado, no caso de aquisição da porcentagem de ações determinada nos estatutos sociais<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> O termo *poison pill* tem sido empregado pela mídia e pela doutrina brasileiras. Foi emprestado do direito societário norte-americano, que o utiliza para referir-se a uma das técnicas possíveis de defesa contra aquisições hostis de controle, ou mesmo a um conjunto dessas técnicas. Cf. LIPTON, M. e ROWE, P. Pills, polls and professor: a reply to professor Gilson. *Delaware Journal of Corporate Law*, v. 27, 2002, p. 1-35. Embora o significado da expressão seja muito diferente nos Estados

As características mais usuais das *poison pills* constantes da maioria dos estatutos sociais de empresas que realizaram abertura de capital (*initial public offering*, ou IPO) após 2004 no Brasil são: (a) gatilho de 10% a 30%; (b) ágio de 20% a 50%; e (c) não se aplicam a acionistas que detinham percentual igual ou maior que o gatilho quando da adoção da *poison pill*. Via de regra, essa cláusula estatutária pode ser alterada por deliberação da assembleia geral de acionistas, contudo, algumas companhias, além da *poison pill*, fazem constar em seus estatutos uma outra forma de proteção, conhecida como cláusula pética, que impõe restrições ou punições ao acionista que votar pela supressão da *poison pill* quando da realização de assembleia geral, obrigando-o a realizar uma oferta pública de aquisição de ações.

Em resumo, a adoção da *poison pill* serve como estímulo à dispersão acionária (e como medida de evitar a reconcentração de poder pós pulverização), e também como mecanismo de proteção ao controle minoritário. Sua adoção pode ser percebida como útil e benéfica para a companhia, p. ex., se utilizada com gatilho e ágio adequados e por tempo determinado em período de transição entre a existência de controlador definido para controle minoritário ou ausência de controlador.

Por outro lado, a adoção de *poison pills* também pode gerar o “encastelamento” da administração em empresas de capital pulverizado, dada a dificuldade de surgir controlador, minoritário ou majoritário. Nestas companhias, essas perdas podem se tornar um problema significativo, pois a dispersão acionária reduz os incentivos de cada acionista para monitorar a gestão da companhia<sup>14</sup> e este

---

Unidos, de onde foi originada, no Brasil difundiu-se para designar as cláusulas estatutárias de companhias que estabelecem a obrigação de lançar oferta pública de aquisição, desde que assumida a titularidade de um percentual mínimo de ações. In MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 109.

<sup>14</sup> A oferta hostil não só elimina as perdas *ex post*, por meio da substituição dos administradores, como também as reduz *ex ante*, pois a simples ameaça de uma troca de controle cria um incentivo para que os administradores sejam mais eficientes e leais para com os acionistas.

mecanismo de defesa de tomada do controle pode suprimir o incentivo aos administradores para que empreguem seus melhores esforços na alocação eficiente dos ativos sociais; além de, eventualmente, desestimular ou impedir operações societárias (como alteração do controle) que poderiam ser benéficas à companhia por onerá-las excessivamente.

Além disso, se uma *poison pill* for utilizada com gatilho e ágio inadequados, pode reduzir significativamente o valor de mercado da companhia. Uma *poison pill* inadequada ou muito restritiva pode, ainda, inviabilizar uma aquisição potencialmente boa do ponto de vista econômico para a companhia alvo – já que procura determinar, de antemão, critérios para fixação de um preço mínimo para a aquisição do controle, que na maioria das vezes, é um valor muito alto e distorcido da realidade de mercado.

Conforme será demonstrado no tópico a seguir, embora o CAF proíba as companhias de incluírem em seus estatutos sociais disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA quando se atinge determinada participação acionária distinta daquela regulada pelo Código CAF, a *poison pill* brasileira se assemelha, em determinados aspectos, à OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída por essa entidade.

## **5. OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante instituída pelo CAF.**

Nos termos do Código CAF<sup>15</sup>:

“*Participação Acionária Relevante*” significa a titularidade de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente em percentual igual ou superior ao fixado no estatuto social da Companhia Aderente, o qual não poderá ser inferior a 20% (vinte por cento)

---

<sup>15</sup> CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 15. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014.

nem superior a 30% (trinta por cento) do seu capital votante.

A OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF considera, portanto, que as companhias aderentes estabeleçam um percentual entre 20% e 30% do seu capital social como gatilho para o obrigatório lançamento de oferta pública de ações destinada a outros acionistas da companhia pelo maior preço pago pelo adquirente nos últimos 12 meses ou preço a ser definido pelo CAF, em situações excepcionais.

Caso algum acionista ou grupo de acionistas, no momento da adesão ao CAF, detenha o percentual acima definido como participação acionária relevante (20% a 30%), o gatilho para esse acionista ou grupo de acionistas aumenta para 50% do capital votante.

Nos termos mencionados acima, o Código CAF estabeleceu, no artigo 64, que as companhias aderentes não poderão incluir em seus estatutos sociais disposições que estabeleçam obrigação de realizar OPA no caso de atingimento de determinada participação acionária no capital social distinta daquela regulada pelo próprio Código CAF, numa tentativa de regulamentar e substituir as *poison pills* com as distorções identificadas nesta modalidade de OPA.

O CAF estabelece, ainda, princípios fundamentais aplicáveis a todas as modalidades de OPA previstas na Instrução CVM 361, além da OPA por atingimento de participação acionária relevante, a se destacar o tratamento igualitário entre os acionistas e a decisão refletida e independente.

O tratamento igualitário é assegurado por uma série de regras inseridas no Código CAF, bem como o tratamento equitativo em relação aos detentores de outras espécies ou classes de ações.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> “Art. 65. §1º. O edital da OPA referida no caput deste artigo deverá ser publicado em até 45 (quarenta e cinco) dias do atingimento de Participação Acionária Relevante, sendo que o preço da ação a ser praticado na OPA deverá, no mínimo, corresponder: (i) em relação às ações com direito a voto e valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, ao maior preço pago pelo acionista adquirente para aquisição de ações com direito a voto de emissão da Companhia Aderente nos 12 (doze) meses que antecederem o atingimento de Participação



Sobre a decisão refletida e independente, o Código CAF estabelece que a decisão final a respeito da aceitação de uma OPA deve ser sempre dos acionistas, não podendo os administradores da companhia aderente, ou qualquer outra parte envolvida na operação, tomar medidas que frustrem a soberania da decisão dos acionistas. (Artigo 29 do Código CAF).

Ainda quanto a este princípio, o Código CAF determina que os acionistas deverão receber, de maneira uniforme, todas as informações necessárias e dispor de tempo suficiente para a tomada de decisão refletida e independente quanto à aceitação da OPA.

O conselho de administração da companhia aderente tem o dever de manifestar o seu entendimento sobre os efeitos da OPA na companhia e nos negócios por ela desenvolvidos e as informações constantes de laudos de avaliação apresentados no âmbito das OPAs devem ser consistentes, completas, precisas, atuais, claras e objetivas, sem qualquer conflito de interesses que diminua a independência do avaliador responsável pela elaboração dos laudos.

Com respeito a esse assunto, é interessante ressaltar que, em 2010, foi proposta modificação do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa<sup>17</sup> que seria aplicável às companhias ainda não listadas e, entre as sugestões, estava previsto que o Regulamento passaria a exigir a realização de OPA, caso o acionista ou grupo de acionistas atingisse ao menos 30% do capital social de companhia aberta, regra que ficou conhecida como “OPA 30”.

---

Acionária Relevante, ajustado por eventos societários, tais como a distribuição de dividendos ou juros sobre o capital próprio, grupamentos, desdobramentos, bonificações, exceto aqueles relacionados a operações de Reorganização Societária; e (ii) em relação às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e valores mobiliários conversíveis em ações sem direito a voto ou com voto restrito, a 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos titulares de ações com direito a voto”. (CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 47-48. Disponível em: <[http://www.cafbrasil.org.br/website/\\_documentos/Codigo\\_CAF\\_Alterado\\_21012014.pdf](http://www.cafbrasil.org.br/website/_documentos/Codigo_CAF_Alterado_21012014.pdf)>. Acesso em: 06 jun. 2014).

<sup>17</sup> BM&FBovespa. *Minuta do Regulamento do Novo Mercado*, 2010. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/NM-Minuta-de-Regulamento-objeto-de-Audiencia-Restrita-06-julho-2010.pdf>>. Acesso em: 08 jun. 2014.

As companhias abertas participantes do Novo Mercado, no entanto, não aprovaram a OPA 30 e reiteraram tal negativa na oportunidade da segunda votação proposta pela BM&FBovespa para que fosse decidido entre a manutenção das *poison pills* ou a inclusão da OPA 30 nos estatutos sociais, sendo que as companhias preferiram ficar livres para estipular, em seus estatutos, os percentuais em questão e o critério do preço considerado mais adequado para cada uma delas, à semelhança da “livre negociação” que caracteriza o mercado acionário norte-americano.

Com essa visão, pode se tornar compreensível o motivo pelo qual, até agora, não houve grande interesse das companhias em aderir ao CAF. É possível que decorra da forte resistência das companhias abertas com a proposta similar feita pela BM&FBovespa em 2010 e que perdura até os dias de hoje, uma vez que o mesmo critério do preço por ação da oferta pública de aquisição de ações (objeto de maior resistência pelas companhias) foi mantido pelo CAF, qual seja: o maior preço pago pelo acionista adquirente nos 12 (doze) meses que antecederam o atingimento do referido percentual de participação acionária relevante.

### **5.1. Os Casos GVT-Vivendi e Sadia-Perdigão e a atuação do CAF.**

As diretrizes principiológicas traçadas pelo CAF visam a garantir a equidade em transações, como a que envolveu a aquisição do controle da GVT Holdings S.A. (“GVT”) pela companhia francesa Vivendi S.A. (“Vivendi”), um dos casos pioneiros de tomada de controle de empresa sem dono no Brasil. Para que a transação se consumasse, os acionistas deliberaram o afastamento da incidência da cláusula inserta no estatuto social que tratava da “proteção da dispersão da base acionária” (i.e., *poison pill*).

Nesse caso, a Vivendi (grupo francês), aproveitando-se das lacunas normativas sobre o assunto<sup>18</sup>, comunicou ao mercado que

---

<sup>18</sup> Em 2010, a Instrução CVM 361 foi amplamente reformada – em especial o capítulo que trata de ofertas voluntárias e de aquisição de controle – para incluir

havia conseguido comprar o controle da GVT em ações na própria bolsa, em aquisições privadas e com opções, de modo a frustrar a OPA lançada pela concorrente Telefônica.

A CVM decidiu analisar as informações contidas nos fatos relevantes divulgados pela companhia acerca da aquisição do controle pela Vivendi e constatou que, apesar de ter sido celebrado contrato entre a Vivendi e o fundo Tyrus, dando a ela o direito de adquirir ações de emissão da GVT, o Tyrus não possuía direitos a serem liquidados financeiramente sobre parte destas ações, o direito seria restrito apenas à rentabilidade dos papéis.

Com essas considerações, a Vivendi detinha menos de 50% das ações da companhia no momento da divulgação do fato relevante e, por isso, a área técnica da CVM concluiu que a divulgação de informações sabidamente incorretas ou incompletas constituiu artifício destinado a induzir ou manter terceiros em erro, com a finalidade de se obter vantagem ilícita, o que conduziu à responsabilização dos acusados.

Não houve condenados, no entanto, em razão da celebração de termo de compromisso pelos indiciados, em que a CVM impôs uma das maiores multas já vistas, o que evitou que o caso fosse levado a julgamento.

A esse respeito, foi veiculada matéria, em 2012, no jornal Valor Econômico, intitulada “*Algumas lições da compra da GVT pela Vivendi*”<sup>19</sup>, em que foram ressaltadas a falta de experiência dos

---

diversas disposições que abrangem situações similares ao do caso GVT-Vivendi. No mesmo sentido adotado pelo Código CAF, foi proposta uma ampliação de prazo e a divulgação de mais informações para possibilitar a tomada de decisão consciente e independente por parte dos acionistas, especialmente em relação ao preço da oferta. Estendeu-se, ainda, a responsabilidade dos administradores que passaram a ter o dever de se posicionar sobre a proposta e sobre os conflitos potenciais com o ofertante.

<sup>19</sup> “O caso deixou evidente a inexperiência dos investidores brasileiros para lidar com situações de “takeover”. A companhia foi alvo de uma disputa bilionária entre a espanhola Telefônica, que tentava proteger seu mercado no Brasil, e a francesa Vivendi, disposta a pagar prêmio para entrar num mercado em crescimento como o Brasil.

participantes do mercado brasileiro para lidar com situações de *takeover* e a frágil regulamentação nesse sentido.

Outra tentativa de *takeover* que se tem registro de ter ocorrido no mercado de capitais brasileiro foi a oferta realizada pela Sadia pelo controle da Perdigão (com capital pulverizado), em julho de 2006. No caso, a companhia-alvo (Perdigão) possuía previsões estatutárias determinando a realização de uma OPA para aquisição da totalidade do capital por um eventual acionista que ultrapassasse 20% do total de ações, além de estabelecer um cálculo de ágio baseado na maior dentre três possibilidades de cálculo de preço.

Todavia, a Perdigão, por meio da publicação de fato relevante, divulgou que houve recusa da oferta por parte de acionistas titulares de mais de 50% das ações de sua emissão, e manifestou seu entendimento de que seriam necessárias duas ofertas públicas – a primeira, para tornar a Sadia acionista da Perdigão, e, a segunda, para que ela tentasse a aquisição do controle. Isso porque a administração da Perdigão afirmou que o artigo 37 do estatuto social da companhia (que guiou a Sadia na precificação) não era aplicável ao caso, já que a concorrente até então não era acionista – de forma que o parâmetro utilizado pela Sadia não poderia ser utilizado na primeira OPA, já que a titularidade de ao menos 20% das ações seria condição para a aplicação do artigo 37 do estatuto.

A Sadia, então, aumentou sua proposta e, mais uma vez, não foi atingido o percentual de adesão mínimo para aprovação da oferta

---

O preço pelas ações da GVT começou em R\$ 42, oferecidos pela Vivendi – acima dos R\$ 38 considerados como teto para o papel na época do episódio. Terminou em R\$ 56, com a vitória da empresa de telecomunicações e entretenimento francesa. Mas a investigação CVM ocorreu justamente porque não há como saber até onde esse valor poderia ter chegado, pois a disputa com a Telefônica foi abortada. Ao anunciar que tinha comprado as ações no mercado, a Vivendi acabou anulando a eficácia de um leilão marcado pelo grupo espanhol para a compra dos papéis.” (VALENTI, Graziella. Algumas lições da compra da GVT pela Vivendi. *Valor Econômico*. São Paulo: 16 jul. 2012 às 00h00. Disponível em: <<http://publicidade-valordigital.valor.com.br/empresas/2752202/algumas-licoes-da-compra-da-gvt-pela-vivendi>>. Acesso em: 08 de jun. 2014.)

pelos acionistas da Perdigão. Diante disso, a administração da Sadia decidiu revogar definitivamente a oferta.

Esse conjunto logrou encerrar a empreitada pretendida pela Sadia. Não foi daquela vez, portanto, que o mercado brasileiro teve concretizada a sua primeira tomada hostil de controle, mas esse evento suscitou algumas reflexões a respeito da atuação da CVM.

Isso porque, nesse último caso, a CVM notificou a Sadia para que, no prazo de 24 horas após a divulgação pela Perdigão da recusa dos acionistas da oferta (fato que acarretou na não satisfação de uma das condições impostas no edital), se manifestasse sobre eventual renúncia a tal condição.

Ocorre que a intervenção da CVM padeceu de respaldo regulamentar, uma vez que a Instrução CVM 361 original não continha regras que impedissem o ofertante de renunciar a qualquer das condições impostas e, muito menos, estabelecia um prazo para a formalização desta renúncia, sendo o ofertante completamente livre para deliberar sobre o melhor momento para sua manifestação.

A esse respeito, Luiz Leonardo Cantidiano, com toda razão, apresentou as seguintes críticas à atuação da CVM no referido episódio:

Considerando que ainda não havia se verificado o início do processamento da oferta, bem como a circunstância de a proposta formulada pela Sadia não estar submetida a registro perante a CVM, e tendo presente a liberdade que tinha o ofertante de sujeitar a realização da operação a condições que legitimamente viesse a escolher (...), assim como a faculdade de aguardar até a data de realização do leilão para decidir sobre eventual renúncia a qualquer das condições, entendo que a CVM não estava habilitada, como fez, a exigir que, em determinado prazo, por ela assinalado, viesse a Sadia a manifestar sua abdicação à condição prevista no item 5.2.7 do edital (aceitação por acionistas titulares de 50% mais uma ação de emissão da companhia alvo), revogando a oferta caso contrário.

Com a referida decisão, a meu juízo equivocada, e que foi adotada sem que a agência reguladora do mercado estivesse habilitada a proferi-la, acionistas da Perdigão,

titulares de cerca de 46% de seu capital, ficaram impedidos de se manifestar sobre a proposta de compra que lhes fora apresentada<sup>20</sup>.

Verifica-se, pois, que a ausência de regulamentação expressa e completa sobre o assunto foi objeto de inúmeras controvérsias sobre a atuação da CVM e a forma de condução e conclusão desses casos, daí a inspiração do CAF para a instituição e normatização de OPA obrigatória por atingimento de participação acionária relevante, para que casos como esses possam concluídos sem mais polêmicas e controvérsias, de forma equânime entre os acionistas.

## **5.2. O Percentual Mínimo de Disparo da OPA por Atingimento de Participação Acionária Relevante.**

Não é de hoje que se discute na doutrina brasileira a dificuldade em se fixar um percentual acionário ao qual seja atribuída presunção de controle, caso atingido por um determinado acionista. Muito embora o modelo inspirador do CAF tenha sido o do *takeover* britânico, conforme já mencionado, e a OPA por atingimento de participação acionária relevante também esteja inserida nesse contexto, é fato que a fixação de um percentual acionário ensejador de oferta pública de aquisição de ações depende das circunstâncias e características do modelo de mercado de capitais adotado por cada país.

Embora as companhias brasileiras venham observando uma tendência de dispersão acionária, não há como ser comparada com o modelo de pulverização acionária visto no Reino Unido. Nesse sentido, o limite entre 20% e 30% estabelecido pelo CAF como ensejador da OPA por atingimento de participação acionária relevante

---

<sup>20</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Análise do caso Sadia versus Perdigão: uma tentativa de takeover. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 243/243.

pode estar desconectado da realidade do mercado de capitais brasileiro e se mostrar excessivamente baixo<sup>21</sup>.

A respeito do assunto MUNHOZ, ao comentar o projeto de reforma do Regulamento do Novo Mercado para inserção da OPA 30, teceu importantes considerações que se aplicam perfeitamente a presente hipótese e concluiu que “*as exceções previstas para a regra eram absolutamente insuficientes, permitindo que participações claramente minoritárias, e não de controle, pudessem disparar a oferta*”<sup>22</sup>.

---

<sup>21</sup> Cf. GORGA, Erica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law and Business*, v. 29, p. 439-554, 2009. OIOLI, Erik Frederico. *Oferta pública de aquisição de controle de companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 362.

<sup>22</sup> *Primeiro caso*. A OPA seria obrigatória em virtude da aquisição da participação mínima de 30%, apesar de permanecer na companhia acionista titular de 49% do capital votante. Nesse caso, é evidente que a oferta serviria apenas como instrumento de reforço do controle ou de defesa do acionista titular de 49% do capital votante, não servindo a qualquer dos objetivos próprios da disciplina da aquisição de controle acionário. Esse resultado não ocorreria, por exemplo, no sistema da lei alemã, que excepciona a obrigatoriedade da oferta na hipótese de haver acionista titular de participação acionária *superior* ao percentual mínimo adquirido, e não acima de 50% do capital votante, como preconizado na minuta de reforma.

*Segundo caso*. Tome-se uma companhia com a seguinte estrutura de capital: existência de dois blocos minoritários, cada qual representando 15% do capital votante, um acionista com 15% do capital votante e o restante das ações com direito a voto (55%) dispersas no mercado. Nesse caso, a aquisição das ações dos acionistas dispersos, resultando em participação mínima de 30%, poderia não conferir ao adquirente o exercício do controle, no caso de rivalizar com os outros dois blocos minoritários que, somados, também seriam de 30%. O acionista, titular de 15%, e os acionistas dispersos, titulares do total de 25%, seriam decisivos para determinar o resultado das deliberações sociais. Também nesse caso, portanto, a participação mínima fixada na lei não permitiria ao seu adquirente o exercício do poder de controle, de modo que a obrigatoriedade da oferta seria injustificável. Nos termos da lei alemã, tomada como paradigma para o caso, essa oferta pública de aquisição poderia ser dispensada, pelo critério de que, consideradas as três últimas assembleias gerais, não se poderia assumir que o adquirente teria a maioria do capital votante nas seguintes. In: MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 363.

Do mesmo modo, a exceção trazida pelo Código CAF, quando remanescer o mesmo acionista controlador que já era titular de mais de 50% do capital votante da companhia imediatamente antes do atingimento da participação acionária relevante<sup>23</sup>, não afasta a incidência da OPA nos casos de aquisição de participação acionária que – claramente – não seja suficiente para a conferência do poder de controle ao adquirente.

Desse modo, se, por um lado, a fixação de um percentual mínimo é capaz de trazer certa segurança jurídica, por outro, é fator de rigidez que pode comprometer o desenvolvimento do mercado acionário ao ser fixado em parâmetros não compatíveis com a estrutura de propriedade acionária das companhias brasileiras, impedindo a formação de blocos minoritários relevantes e contribuindo para o entrincheiramento do controlador.

### **5.3. Uma Análise Crítica da OPA por atingimento de participação acionária relevante.**

Como visto, a realização da OPA por atingimento de participação acionária relevante, tal como disposta no Código CAF, é obrigatória.

Ocorre que a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações em casos de simples aquisição de participação minoritária, e não de controle, pode levar a distorções no funcionamento do mercado de controle acionário brasileiro, indo em direção contrária ao atendimento dos princípios do tratamento igualitário e da decisão refletida e independente.

Afora as inúmeras discussões sobre o poder de controle e controle minoritário na doutrina e jurisprudência brasileira, problemática na qual não se pretende adentrar e não será objeto de estudo do presente artigo, a interpretação da OPA por atingimento de

---

<sup>23</sup> Artigo 68, I do CAF. *Código de Autorregulação de Aquisições e Fusões*, p. 50.



participação acionária relevante como medida obrigatória naqueles casos conduz à conclusão de que se trata de uma inovação legal.

Nesse contexto, afirma Munhoz<sup>24</sup>:

A oferta obrigatória, embora sempre elogiada no Brasil, dada a história de iniquidades vividas sob a égide da regra de mercado, é objeto de crítica importante pela doutrina europeia, sobretudo quando baseada em percentual de participação acionária inferior à média do maior acionista. Ela pode inibir excessivamente o funcionamento do mercado de controle acionário e estimular a cristalização de estruturas de controle concentrado, principalmente as ineficientes.

Além disso, os custos gerados pela realização de uma oferta pública obrigatória para aquisição de ações são enormes e injustificáveis nos casos de aquisição de participação acionária minoritária, o que pode afastar potenciais investidores da companhia e, até mesmo, inviabilizar a aquisição estratégica de participações eficientes e almejadas pela maioria dos acionistas.<sup>25</sup>

Por outro lado, o que se percebe da realidade do mercado é que os problemas regulatórios das companhias *com* e *sem* controlador são distintos, de modo que o regramento estanque e único aplicável indistintamente a todas elas pode não ser a melhor forma de atingir os objetivos perseguidos pelo CAF.

Já foi dito que o percentual fixado pela OPA do CAF (entre 20% e 30%) pode ser baixo para a realidade das companhias brasileiras, de modo que obrigar as companhias a se submeterem a

---

<sup>24</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 346.

<sup>25</sup> Citando mais uma vez o ensinamento de MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 355: “Esse balanço de custos e benefícios faz sentido no caso de uma aquisição de controle acionário, fato que importa em profunda transformação da estrutura da companhia. O balanço torna-se, porém, desequilibrado e injustificável na hipótese de a oferta ser aplicada à aquisição de participações acionárias minoritárias. Nesse caso, haveria apenas efeitos negativos, pois a oferta obrigatória serviria como instrumento de dissociação entre poder de controle e propriedade do capital sujeito a risco ou, ainda, de entrincheiramento de controlador ineficiente.”

uma oferta pública de aquisição de ações nessas hipóteses (qual seja, atingimento destes percentuais) pode configurar grave restrição ao direito de propriedade estabelecido no art. 170 da Constituição Federal e ao princípio da livre circulação de ações previsto na Lei das S.A.

A fixação de um percentual mínimo e preço na forma prevista pelo Código CAF, sem a estipulação de outras exceções baseadas em critérios objetivos, se distancia da realidade das companhias brasileiras e pode impedi-las de atenderem às suas particularidades<sup>26</sup>, gerando distorções como as apresentadas acima.

Em relação ao preço estipulado para a OPA por atingimento de participação acionária relevante, o Código CAF estabelece que será o maior preço pago pelo acionista adquirente para aquisição de ações com direito a voto de emissão da companhia nos 12 (doze) meses que antecederem o atingimento de tal participação e, em relação às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, a 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos titulares de ações com direito a voto.

Esta métrica, no entanto, pode inibir a ocorrência de operações de aquisições de ações interessantes para a companhia, tendo sido este, inclusive, o ponto determinante para a saída da ABRASCA como entidade mantenedora do CAF.

Para essa associação, tal mecanismo de preço seria inadequado. Segundo o presidente da ABRASCA, Antonio Castro, ao tratar do tema no 1º Círculo de Debates da revista Capital Aberto<sup>27</sup>, os conselheiros das companhias abertas teriam questionado qual seria a lógica de dizer que a regra geral é o preço mais alto dos últimos 12 meses, ou seja, qual teria sido o critério utilizado para essa definição.

---

<sup>26</sup> Nesse ponto, de certa forma, as cláusulas de *poison pill* atendem às particularidades de cada companhia, porque consideram as características próprias de cada uma delas, o que pode ser mais vantajoso para elas do que aderirem às regras do CAF.

<sup>27</sup> CASTRO, Antonio. *Por que a Abrasca ficou de fora?* 1º Círculo de Debates Capital Aberto, 08 ago. 2012. Disponível em: <[www.capitalaberto.com.br/tv-capital.../por-que-a-abrasca-ficou-de-fora/](http://www.capitalaberto.com.br/tv-capital.../por-que-a-abrasca-ficou-de-fora/)>. Acesso em: 08 jun. 2014.

Entre outros argumentos, defendeu-se que a equidade – tal qual externada nas normas do Código CAF, num mercado como o brasileiro ao longo de 12 meses – raramente será respeitada, uma vez que a volatilidade do mercado brasileiro é a regra geral e a exceção seria a estabilidade, além da atual realidade de crise econômica global, sem um horizonte de término.

De fato, o critério do maior preço estipulado para OPA por atingimento de participação acionária relevante traz o risco de o valor definido para a oferta ser muito discrepante daquele praticado no mercado de ações na ocasião da aquisição.

Além disso, é necessário considerar que tais mecanismos podem artificializar a formação de preços, reduzir a potência das forças de mercado e, principalmente, gerar custos que oneram a economia como um todo.

Com essa visão, a escolha da via regulamentar acarreta a distorção da função precípua do regulador do mercado, qual seja, garantir a estabilidade e a disciplina dos participantes, trazendo, assim, insegurança a respeito da sua atuação.

## **Conclusão.**

De fato, a dinamicidade do mercado e os diversos interesses conflitantes decorrentes das relações societárias exigem a imposição de normas regulamentares norteadoras dos procedimentos a serem seguidos por todos os participantes, como forma de mitigar imperfeições do mercado, embora uma certa dose de interpretação e flexibilidade seja imprescindível para a propositura da adequada solução às diversas problemáticas que surgem a cada dia no mundo empresarial. O maior e mais importante desafio é encontrar o equilíbrio entre essas duas pontas – a da intervenção excessiva e a da falta de regulamentação do mercado.

Com foco nisso, e diante das inúmeras questões que se colocam a respeito do assunto – preço *versus* valor do controle,

controle minoritário, prêmio de controle, entre outras – a instituição da OPA obrigatória por atingimento de participação acionária relevante pelo CAF se apresenta com uma solução tentativa de regulamentar tais controvérsias e evitar o ‘travamento’ do mercado e das aquisições eficientes, a partir de experiências vividas pelo mercado de capitais e já analisadas pela CVM em uma nítida amostra de que o mercado evolui e a regulação o acompanha.

Entretanto, a estipulação de critérios como o preço da oferta vinculado ao maior preço pago pelo acionista adquirente para a aquisição de ações com direito a voto de emissão da companhia nos 12 (doze) meses que antecedem o atingimento de participação acionária relevante pode ser inadequado, na medida em que pode representar valor muito acima do real valor das ações, onerando excessivamente ou podendo até mesmo inviabilizar uma operação que poderia ser altamente benéfica para a companhia e seus acionistas.

Além disso, nos casos de companhias sem controlador definido, pode facilitar a tomada hostil de controle por investidor oportunista em um momento de mercado deprimido, já que em circunstâncias tais, o critério do maior preço pode claramente representar valor muito abaixo do real valor das ações.

Com essa visão, o CAF poderia avaliar um critério de preço que fosse proposto livre e fundamentadamente pelas próprias companhias como aquele que melhor se ajuste às suas particularidades e, somente em se verificando que ele não seria capaz de garantir a equidade entre os acionistas, outro critério seria determinado pela entidade.

Em relação ao percentual gatilho da OPA, talvez fosse o caso não de se buscar um percentual fixo para a determinação da participação acionária relevante, mas de se definir um conceito aberto, porém muito bem delimitado e a partir de critérios objetivos que possa ser aplicável a todas as companhias, respeitando suas particularidades e garantindo o disparo da OPA por atingimento de participação acionária relevante somente em tais situações. O percentual fixo estabelecido pelo Código CAF pode não ser compatível com a

estrutura da propriedade do capital das companhias atuantes no mercado brasileiro, de tal modo que não impeça aquisições minoritárias de participação acionária incapazes de representar controle minoritário.

Todos esses fatores podem conduzir à utilização de forma distorcida da OPA por atingimento de participação acionária relevante (que por vezes envolve a aquisição do controle acionário) e, até mesmo, à indagação sobre a necessidade de regulação da matéria para o desenvolvimento e regular funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

Sob esse aspecto, é possível que o tratamento mais equânime a ser dado aos acionistas de uma companhia, nessas situações, seja não tratar de forma alguma, de modo que se possa permitir a livre negociação entre as partes com a redução de custos de transação e, a exemplo do Teorema de Coase<sup>28</sup>, alocar os recursos de forma mais eficiente.

Diante disso, as circunstâncias de cada caso e a conjuntura do mercado serão fatores determinantes para confirmar se a OPA por atingimento de participação acionária relevante instituída pelo CAF será benéfica e contemplará as desigualdades resultantes não apenas dos cenários econômicos diversos para cada país, ou de cada momento, mas também das diferenças entre as diversas companhias cujas ações são admitidas à negociação no mercado (que podem apresentar graus de liquidez bem distintos), ou se será uma tentativa frustrada.

---

<sup>28</sup> Para o economista norte-americano: “*if trade in an externality is possible and there are no transaction costs, bargaining will lead to an efficient outcome regardless of the initial allocation of property rights.*” RH Coase. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, v. 3, 1960, p. 1–44. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/724810>>. Acesso em: 10 jun. 2014.

# **UNDERWRITING: BREVE HISTÓRICO, CONCEITOS GERAIS E RESPONSABILIDADE DOS UNDERWRITERS<sup>1</sup>**

## **UNDERWRITING: BRIEF BACKGROUND, GENERAL CONCEPTS AND RESPONSIBILITIES OF THE UNDERWRITERS**

*Rafael Guarilha Pimentel de Freitas*

*Resumo:* O presente artigo é resultado de uma pesquisa motivada pelo crescente interesse acadêmico a respeito das operações que ocorrem na esfera do mercado de capitais. A consolidação do mercado primário de valores mobiliários como uma fonte efetiva de financiamento das grandes companhias brasileiras nos últimos 10 anos colocou em voga a atuação das instituições financeiras intermediárias das ofertas públicas de valores mobiliários e as implicações jurídicas das atividades que desempenham. O meu trabalho se inicia apresentando um histórico do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil e, depois, passa para uma análise jurídica do contrato de *underwriting*, instrumento por meio do qual é feita a colocação dos valores mobiliários. Por fim, trato da responsabilidade dos *underwriters* em operações de distribuição pública de valores mobiliários.

*Palavras-chave:* Mercado de Capitais. Oferta Pública. Contrato de *Underwriting*. Distribuição de Valores Mobiliários. Responsabilidade Civil.

*Abstract:* The present article is the result of a research that was motivated by the growing academic interest with respect to the

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 04.04.2014 e aceito em 05.12.2014.

transactions that has been occurring in the capital markets area. The consolidation of the securities primary market as an effective financing source for the Brazilian corporations in the last 10 years has turned the attention to the underwriters of securities and to the law implications related to the activities that they perform. This work begins with the historical aspects of the development of the Brazilian capital markets and then moves to the analyses of the *underwriting* agreement. Lastly, I expose the main components of the liability imposed to the underwriters in transactions such as an initial public offering.

*Keywords:* Capital Markets. Public Offering. Underwriting Agreement. Securities Offering. Liability.

*Sumário:* 1. As ofertas públicas de valores mobiliários no contexto do recente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. 1.1. O modelo Americano. 1.2. O modelo brasileiro. 2. Aspectos gerais do underwriting. 2.1. As atividades dos underwriters. 2.2. O Contrato de Underwriting. 3. A responsabilidade dos underwriters. 3.1. Regime de atribuição de responsabilidade ao underwriter no Brasil. 3.2. A não aplicação da responsabilidade objetiva ao underwriter. 3.2.1. A não incidência do Código de Defesa do Consumidor. 3.3. A responsabilidade civil subjetiva do underwriter. Conclusão.

## **1. As ofertas públicas de valores mobiliários no contexto do recente desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.**

O mercado de capitais representa uma das fontes mais efetivas de financiamento das empresas. É por meio dele que ocorre a captação

de recursos existentes na poupança popular, o que permite que as empresas realizem projetos que demandem uma mobilização de capital considerável. O acesso a tais recursos ocorre por intermédio da emissão de valores mobiliários das companhias que desejam financiamento.

No Brasil, o mercado de capitais apenas ganhou importância e notoriedade a partir dos anos 2000, quando se desenvolveu de maneira significativa. Até então, o financiamento de empreendimentos se dava, principalmente, pela via dos recursos do Estado, do capital estrangeiro e de linhas de crédito de curto prazo<sup>2</sup>. E a base que possibilitou esse recente desenvolvimento é a mesma base que garantiu, nos Estados Unidos, um mercado de capitais forte, desenvolvido e com liquidez: a autorregulação.

### **1.1. O modelo Americano.**

Não se pode dizer que a autorregulação foi a razão para o crescimento do mercado de emissão de valores mobiliários nos Estados Unidos. Como se verá, a procura pelo financiamento popular naquele país teve como origem motivos de ordem econômica.

No século XIX, teve início o projeto de expansão da indústria ferroviária americana. Tendo em vista a grandeza das distâncias geográficas que deveriam ser cobertas pela malha ferroviária, havia uma demanda por parte das companhias operadoras das ferrovias por uma enorme infusão de capital interno e estrangeiro<sup>3</sup>. Tal circunstância fez com que essas companhias passassem a realizar constantes emissões de valores mobiliários para captação de recursos. Como bem nota Coffee Jr., a perene necessidade por capital e a dependência do capital

---

<sup>2</sup> MUNHOZ, Eduardo Sechi. *Aquisição de Controle da Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 39.

<sup>3</sup> COFFEE JR. The rise of dispersed ownership: the roles of law and the state in the separation of ownership and control. *Yale Law Journal*, v. 111, 2001, p. 26.



estrangeiro produziram, entre outras inovações, o crescimento da autorregulação por meio da imposição de regras na negociação de valores mobiliários<sup>4</sup>.

O curioso é que o ponto de partida do desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos ocorreu numa época em que não havia uma legislação efetiva de proteção aos acionistas minoritários. E foi aí que a autorregulação ganhou importância ao ocupar um espaço que precisava ser preenchido. Com propriedade, Coffee Jr. afirma: “medidas de autoajuda, incluindo a autorregulação, podem funcionar como um substitutivo funcional que compensam qualquer déficit de proteção ao acionista minoritário que o uso da legislação comum pode provocar”<sup>5</sup>.

A entidade que desempenhou esse papel de maneira sublime foi a Bolsa de Valores de Nova Iorque (NYSE). Desde antes da virada do século XIX, a NYSE já era tida como a guardiã da lisura financeira das empresas nela listadas. A entidade em questão sempre impôs rigorosas exigências para listar as companhias emissoras e, com frequência, rejeitava solicitações de listagem por variados e fundamentados motivos, sempre com o objetivo de proteger o investidor<sup>6</sup>.

Mais tarde, na segunda década do século XX, aprofundando-se na defesa dos acionistas minoritários, a NYSE passou a rejeitar a listagem de companhias que tivessem em seu capital social ações sem direito a voto. Ademais, a NYSE impunha rígidas obrigações de abertura de informações aos investidores. Na ausência de normas legais a respeito, a NYSE garantiu o acesso dos investidores às informações das companhias listadas e protegeu o direito de voto dos acionistas.

---

<sup>4</sup> Id, Ibid.

<sup>5</sup> “*self help measures, including exchange self-regulation, can potentially provide functional substitutes that significantly compensate for any deficit in minority protection that the use of civil-law standards entails.*” Id, Ibid. p. 11.

<sup>6</sup> COFFEE JR. Op. cit., p. 37.

Para Coffee Jr., os dois principais pilares do desenvolvimento do mercado de capitais nos Estados Unidos foram a capacidade de monitoramento da NYSE e os mecanismos desenvolvidos pelos *underwriters*<sup>7</sup> americanos de atrair o capital estrangeiro<sup>8</sup> de que tanto necessitavam as empresas de infraestrutura.

## 1.2. O modelo brasileiro.

O primeiro grande impulso do mercado de capitais no Brasil aconteceu numa época em que as transformações da economia passaram a demandar um maior volume de capital para financiar os vultosos empreendimentos que estavam em curso. Essas mudanças econômicas tiveram início em meados da década de 60 do século passado, quando se passou a atrair a poupança interna para o mundo dos investimentos. Houve, então, a institucionalização do mercado de capitais, sob o controle do Banco Central<sup>9</sup>. Assim, surgiu a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que introduziu no nosso sistema jurídico uma série de novos institutos para a prática societária.

Naquela época, o país estava sob o domínio do governo militar, que não poupou esforços no lançamento de medidas de incentivos fiscais para estimular a abertura de capital das empresas nacionais. O efeito de tais medidas foi tão expressivo que levou várias companhias a listarem as suas ações não com o objetivo de se beneficiarem das vantagens do mercado de ações, mas sim dos

---

<sup>7</sup> “O termo *underwriter*, consagrado no direito inglês e norte-americano, foi tomado de empréstimo da legislação sobre seguros, em que era inicialmente utilizado para se referir à atividade dos indivíduos ou das empresas que seguravam o emissor dos papéis contra as perdas provenientes do insucesso da colocação”. Conforme EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 180.

<sup>8</sup> COFFEE JR. Op. cit., p. 39.

<sup>9</sup> TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. São Paulo: Bushatsky, 1979. p. 4.

benefícios fiscais. O resultado disso foi o advento de uma forte crise especulativa no ano de 1971, evento que gerou muitas perdas para diversos investidores. Como consequência da crise, houve o esvaziamento do mercado primário de ações<sup>10</sup>.

Nesse contexto, entendeu-se que o mercado primário precisava ser revitalizado e que era o momento de se pensar numa reforma estrutural das regras aplicáveis às sociedades anônimas brasileiras. A responsabilidade pela elaboração do Anteprojeto sobre as companhias coube a Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira. O trabalho desses juristas foi submetido à intensa discussão e o seu texto final ganhou corpo no Projeto de Lei nº 2.559/76<sup>11</sup>. Depois de aprovado, este projeto transformou-se na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que passou a ser um diploma de larga utilização na esfera econômica do Brasil.

Em resumo, pode-se dizer que os objetivos primordiais da Lei das Sociedades por Ações eram dois: viabilizar a grande empresa privada nacional e proteger os acionistas minoritários. Esses objetivos eram totalmente interligados, uma vez que o alcance do primeiro objetivo dependia do aprimoramento do segundo. Ou seja, a formação dessa grande companhia nacional apenas seria possível se o investidor

---

<sup>10</sup> Entende-se por mercado primário como aquele em que novas ações são emitidas por companhias que tenham um projeto a implantar ou expandir, e que dependam da colocação de suas ações para conseguir levantá-lo. (TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Op. cit., p. 5).

<sup>11</sup> O objetivo da propositura do Projeto Lei das Sociedades por Ações está estampado no item 4 da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda: “O Projeto visa, basicamente, a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”.

pudesse ter confiança no sistema societário, o que só seria possível com uma adequada tutela dos acionistas minoritários<sup>12</sup>.

Não há dúvidas de que a Lei nº 6.404/1976 representou um grande avanço na proteção das minorias, tendo se adotado, dentre outras medidas de extrema relevância, o princípio do *full disclosure*, abrindo-se o acesso do investidor a informações importantes sobre as demonstrações financeiras e aos administradores, fiscais e auditores independentes.

Cumpre ainda mencionar que o Anteprojeto de Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira também resultou na criação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, medida que tinha, da mesma forma, o escopo de modernizar o mercado de capitais. Foi por meio dessa lei que se criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e se disciplinou o mercado de valores mobiliários.

O fato é que, independentemente da crise de 1971 e de o mercado de capitais não ter assumido o papel de uma fonte estável de financiamento, todo o esforço empregado pelo governo militar para desenvolver o mercado de valores mobiliários por meio de incentivos fiscais acabou surtindo efeitos também positivos, não só pela criação de um regime legal mais moderno para reger as sociedades anônimas e o mercado de capitais, consubstanciado nas leis nº 6.404/1976 e nº 6.385/1976, mas, também, pela circunstância de que, ao longo da década de 70 do último século, o número de companhias listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, por exemplo, mais do que dobrou<sup>13</sup>.

Apesar dos avanços, sobretudo no âmbito legislativo, o mercado de capitais não teve o desenvolvimento que dele se esperava. A verdade é que não havia um ambiente econômico favorável que

---

<sup>12</sup>TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Op. cit., p. 10.

<sup>13</sup> Cf. MB ASSOCIADOS. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*. São Paulo: Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, jul. 2000. 56 p. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado\\_capitais\\_desafios.pdf](http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/a-bmfbovespa/download/mercado_capitais_desafios.pdf)>. Acesso em: jan. 2011.

proporcionasse um crescimento sólido. Os anos 1980 foram marcados pela estagnação e pela hiperinflação, decorrentes de escolhas equivocadas na condução das políticas públicas e de um cenário externo conturbado.

Um sinal de melhora chegou junto com os anos 1990, quando houve uma significativa melhora da conjuntura econômica, com a chegada das tão esperadas reformas estruturais da economia iniciadas pelo Governo Collor e implementadas em larga escala pelo Governo Fernando Henrique Cardoso: abertura comercial e financeira, estabilidade monetária, privatizações e liquidez do mercado financeiro. Mas nem isso foi capaz de elevar o mercado de capitais no Brasil ao nível que se esperava. No período compreendido entre os anos de 1990 e 2000, o número de companhias listadas foi reduzido de 579 para 412<sup>14</sup>.

Foi na virada do século que se presenciou uma importante aceleração da economia nacional e um ambiente muito favorável ao crescimento do mercado de capitais. Novamente, vieram à tona as discussões sobre a necessidade de se aumentar o poder dos acionistas minoritários. Assim, foi editada a Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que, dentre outras modificações, trouxe o retorno do direito de os acionistas não controladores com direito a voto de venderem suas ações na hipótese de alienação de controle e limitou o percentual de emissão de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, a 50% do total de ações emitidas por uma sociedade anônima.

Entretanto, por pressão dos grandes grupos controladores no Congresso Nacional, a reforma de 2001 foi mais tímida do que se esperava, ainda carecendo o sistema jurídico de uma proteção aos investidores efetiva e sólida, capaz de finalmente criar um arcabouço para o florescimento da negociação dos valores mobiliários no mercado primário. E, assim como nos Estados Unidos, muito mais do

---

<sup>14</sup> Idem, ibidem.

que a regulação estatal, foi a autorregulação que veio a criar condições para a expansão das práticas de governança corporativa e para uma maior proteção aos investidores<sup>15</sup>. E foi aí que a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) entrou cena. No início dos anos 2000, pouco antes do início da vigência da reforma do diploma societário, foram criados três novos segmentos de listagem especiais de governança corporativa, cuja adesão é voluntária, e que trouxeram regras de transparência e direitos dos investidores que ultrapassavam o mínimo previsto na Lei das Sociedades por Ações. Esses segmentos são o Nível 1, o Nível 2 e o Novo Mercado.

Como bem afirma Eduardo Secchi Munhoz, o lançamento do Novo Mercado foi a forma encontrada pela BOVESPA de driblar as dificuldades de se efetivar uma reforma efetiva na Lei das Sociedades por Ações. “Foi, portanto, uma iniciativa da autorregulação, com o objetivo de contornar a dificuldade de buscar-se uma solução baseada em reforma da lei societária”<sup>16</sup>. O principal avanço do Novo Mercado, vale dizer, foi a proibição de emissão, pelas companhias listadas no referido segmento, de ações sem direito a voto, tema que já havia provocado enorme controvérsia quando da reforma societária em 2001 e que acabou ficando de fora da Lei nº 10.303/2001. Outras importantes regras foram incorporadas ao Novo Mercado, como, dentre outras, a elaboração das demonstrações financeiras de acordo com padrões contábeis internacionais, a manutenção de, no mínimo, 25% das ações em circulação no mercado e a submissão dos conflitos à arbitragem.

O mercado não reagiu muito bem aos primeiros três anos de existência dos segmentos especiais de listagem. No final de 2003,

---

<sup>15</sup> SALAMA, Bruno Meyerhorf e PRADO, Viviane Muller. *Proteção ao acionista minoritário no Brasil: breve histórico, estrutura legal e evidências empíricas*. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/7779/Working%20paper%2063.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 out. 2013.

<sup>16</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de Controle da Sociedade Anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 66.

havia apenas duas companhias listadas no Novo Mercado e três listadas no Nível 2. Aos poucos a situação começou a mudar e a explosão das ofertas públicas iniciais de ações teve início em 2006. No ano de 2007, foram realizadas no Novo Mercado 41 ofertas públicas e no final daquele ano eram 92 as companhias listadas no segmento em questão<sup>17</sup>.

Portanto, na última década, presenciou-se, finalmente, a decolagem do mercado de capitais nacional, como nunca antes se vira. Os números desse crescimento são expressivos e evidenciam que a autorregulação implementada pela BOVESPA foi um sucesso inquestionável: entre os anos de 2003 e 2010 foram 122 ofertas públicas iniciais<sup>18</sup>. Em 2010, a BM&FBOVESPA tornou-se a segunda maior bolsa do mundo em valor de mercado<sup>19</sup>, colocando o Brasil no centro das atenções do mercado global.

Entretanto, nos últimos 3 anos, voltou-se a se perceber um esfriamento do mercado de capitais no Brasil, resultado de uma drástica desaceleração da economia e de políticas públicas pouco afeitas ao seu crescimento. O número de ofertas públicas iniciais por ano foi reduzido e, aparentemente, as grandes empresas têm procurado financiamento em outras fontes. De todo modo, mesmo num momento desfavorável da economia, o mercado de capitais nacional ainda mostra sua força em determinadas ocasiões. O ano de 2013 presenciou a segunda maior oferta pública da história do país<sup>20</sup>.

---

<sup>17</sup> GORGA, Érica. Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries. *Northwestern Journal of International Law&Business*, v. 29, 2009, p. 452.

<sup>18</sup> Boletim ANBIMA Mercado de Capitais, ano 5, n. 55, dez. 2010, e seu anexo Mercado de Capitais em números. Disponível em: <<http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?id=4103>>. Acesso em: 10 out. 2013.

<sup>19</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. Op. cit., p. 69.

<sup>20</sup> A oferta pública das ações da BB Seguridade S.A., braço de seguros do Banco do Brasil S.A., captou R\$ 11,475 bilhões, ficando atrás apenas da oferta do Banco Santander S.A., realizada em 2009.

Como reflexo desse avanço do mercado primário de valores mobiliários no Brasil, os bancos de investimento e suas atividades numa operação de oferta pública ganharam evidência. Isso porque, como se verá, essas instituições financeiras atuam como intermediárias na colocação dos valores mobiliários emitidos pelas companhias junto ao público. Essa atuação dos bancos de investimento ocorre por meio de um contrato chamado de contrato de *underwriting*, também conhecido como contrato de distribuição, assumindo tais instituições obrigações importantes, que geram importantes repercussões no campo da responsabilidade administrativa, civil e penal. É o que se verá a seguir.

## **2. Aspectos gerais do underwriting:**

### **2.1. As atividades dos underwriters.**

Antes de se partir para a análise da responsabilidade dos *underwriters*, que constitui o principal objetivo deste estudo, é importante, para a correta compreensão do assunto, discorrer brevemente sobre os principais aspectos relacionados, principalmente, às atividades desempenhadas pelos *underwriters* numa oferta pública de valores mobiliários, assim como ao contrato de *underwriting*.

Como visto anteriormente, o único canal possível para as companhias captarem recursos junto ao público é o mercado de capitais. E o veículo que viabiliza essa captação é a operação de oferta pública de valores mobiliários da companhia que pretende se financiar por meio da poupança popular. Para o lançamento de uma operação dessa natureza existem alguns requisitos que devem ser observados; apenas para citar dois, é necessária a prévia autorização da CVM, conforme artigo 19, § 3º, da Lei nº 6.386/1976, e artigo 3º, da Instrução CVM nº 400, e a colocação dos valores mobiliários junto



aos investidores deve ser feita, obrigatoriamente, por intermédio de uma instituição financeira<sup>21</sup>. Porém, apenas as instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários é que podem exercer tal atividade<sup>22</sup>. O rol dessas instituições é composto pelos bancos de investimento e pelas sociedades corretoras e distribuidoras de valores mobiliários. No entanto, na prática de mercado, são os bancos de investimento que efetivamente atuam como agentes na colocação de títulos.

Segundo definição de Nelson Eizirik, “trata-se, o *underwriter*, daquela instituição financeira que compra os valores mobiliários da companhia emissora para revendê-los ao público ou que participa do processo de distribuição, prestando serviços à companhia”<sup>23</sup>. À atuação das instituições financeiras nesse processo de captação, dá-se o nome de *underwriting*.

Pela atuação dos *underwriters*, as companhias emissoras de valores mobiliários, sejam ações ou debêntures, protegem-se de determinados riscos inerentes a uma transação financeira dessa espécie. São três os principais riscos: *waiting risk*, *pricing risk* e *marketing risk*. O *waiting risk* representa o risco de espera; ou seja, corresponde ao período de tempo que transcorre entre a decisão de ir a mercado e a efetiva distribuição dos valores mobiliários no mercado. Num mercado volátil como o brasileiro, no decurso deste intervalo de tempo as condições do mercado podem ser substancialmente alteradas, colocando em risco não apenas o sucesso da operação, mas a possibilidade de sua realização. O *pricing risk*, por sua vez, provém

---

<sup>21</sup> De acordo com o artigo 59 da Instrução CVM nº 400/2003, a distribuição pública de valores mobiliários sem a intermediação de instituição financeira é considerada infração grave e sujeita os infratores às penas constantes do artigo 11 da Lei nº 6.385/1976.

<sup>22</sup> Artigos 15 e 19, § 4º, da Lei nº 6.385/1976 e artigo 8º da Instrução CVM nº 13/80.

<sup>23</sup> EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 19, abr./jun., 1987.

da fixação do preço de lançamento dos preços dos títulos emitidos; se fixado em patamar muito baixo, será menor o montante dos recursos captados pela companhia; por outro lado, se estabelecido um preço muito alto, a própria colocação dos valores mobiliários poderá ser comprometida. Finalmente, há o *marketing risk*, que deriva das enormes dificuldades que uma entidade não especializada encontraria para distribuir os seus papéis no mercado<sup>24</sup>.

Por sua atuação, os *underwriters* assumem, portanto, os riscos da colocação dos valores mobiliários no mercado. Seja pela falta de demanda pelos papéis ofertados, seja por um equívoco ocorrido na fixação do preço desses papéis, as instituições financeiras intermediárias atuarão como garantidoras do sucesso da operação. Dos três riscos apontados acima, os *underwriters* só não podem assumir o risco de espera, que inevitavelmente recai sobre a companhia.

Além de prestar garantia à companhia ofertante, o *underwriter* presta diversos outros serviços interligados à operação de distribuição. A sua função econômica é abrangente e deve ele servir como uma ponte entre a companhia e os investidores. A instituição financeira intermediária, em geral, um banco de investimento, participa da operação desde a sua origem, quando, dentre outras atividades, elabora o estudo de viabilidade econômica da oferta, estrutura a operação, e assessora a companhia na elaboração dos documentos necessários, como, por exemplo, o prospecto de venda. Ultrapassada a etapa da construção da operação e efetuado o registro na CVM, o banco de investimento terá como dever fazer a colocação dos papéis no mercado.

A atuação das instituições financeiras nessas operações, com a assunção dos riscos da operação, é remunerada pela via da cobrança de comissões.

---

<sup>24</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

## 2.2. O Contrato de Underwriting.

O contrato de *underwriting* pode ser qualificado juridicamente como um contrato bilateral, não solene ou informal, comutativo e de trato sucessivo. É bilateral porque gera obrigações para ambas as partes contratantes; trata-se de um contrato não solene ou informal por não exigir um requisito especial para a sua constituição e pode ser provado por todos os meios utilizados para prova no Direito Civil (Código Civil, artigo 212)<sup>25</sup>; é considerado um contrato comutativo, visto que as prestações dos contratantes são conhecidas de antemão e compensam-se umas com as outras<sup>26</sup>; por fim, como as prestações são executadas em etapas, caracteriza-se como um contrato de trato sucessivo<sup>27</sup>.

São duas as principais formas pelas quais os contratos de *underwriting* (ou de distribuição de valores mobiliários) podem ser contratados. Nos termos do art. 15º, I, da Lei nº 6.385/1976, fica claro

---

<sup>25</sup> MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 85.

<sup>26</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Op. cit., p. 181.

<sup>27</sup> Conforme artigo 33 e Anexo VI da Instrução CVM nº 400/2003, o contrato de *underwriting* deve obrigatoriamente conter as seguintes cláusulas: (i) qualificação da empresa emissora, da instituição líder e das demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, se for o caso; (ii) menção à Assembleia Geral Extraordinária ou reunião do Conselho de Administração que autorizou a emissão; (iii) o regime de colocação dos valores mobiliários; (iv) o total dos valores mobiliários objeto do contrato, devendo ser mencionada a forma, valor nominal, se houver, preço de emissão e condições de integralização, vantagens e restrições, especificando, inclusive, aquelas decorrentes de eventuais decisões da Assembleia Geral ou do Conselho de Administração que deliberou o aumento; (v) as condições de revenda dos valores mobiliários pela instituição líder ou pelas demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, no regime de colocação com garantia firme; (vi) remuneração da instituição líder e demais instituições intermediárias envolvidas na distribuição, discriminando as condições envolvidas; (vii) descrição do procedimento adotado pela distribuição; e (viii) a menção a contratos de estabilização de preços e de garantia de liquidez, se houver.

que as modalidades essenciais de *underwriting* existentes no mercado de capitais são o *underwriting* firme e o *underwriting* de melhor esforço. No primeiro tipo de *underwriting*, também conhecido como *straight* ou “com garantia de subscrição total”, a instituição financeira assume o compromisso de subscrever integralmente os valores mobiliários de emissão da companhia ofertante para promover posteriormente a revenda ao público investidor.

Nesta hipótese, o *underwriter* paga de imediato à companhia pela subscrição da totalidade da emissão. No segundo tipo, que ainda pode ser chamado de *best effort* ou sem garantia de subscrição, a obrigação da instituição financeira intermediária fica restrita a desempenhar os seus melhores esforços para colocar os títulos no mercado, não assumindo o compromisso de adquiri-los caso fracasse a distribuição pública. Enquanto no primeiro caso o *underwriter* atua em conta própria, no segundo caso ele atua como um agente da companhia ofertante.

Existe ainda uma terceira modalidade de *underwriting*, conhecida como *underwriting* residual, ou como *stand by* ou “com garantia de sobras”, pela qual o *underwriter* assume a obrigação de subscrever as sobras depois de colocados os títulos junto aos acionistas da companhia ou no mercado<sup>28</sup>. Cuida-se essa modalidade de uma espécie mista de *underwriting*. Isso significa que a instituição financeira emprega, inicialmente, um esforço de colocação junto aos investidores para, ao final, subscrever os valores mobiliários não vendidos no mercado.

Muito comum nas operações de distribuição de valores mobiliários é a contratação de consórcios de bancos de investimento. À essa junção de esforços geralmente se dá o nome de sindicato de bancos. O consórcio, vale dizer, não é dotado de personalidade

---

<sup>28</sup> EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 20, abr./jun., 1987.

jurídica. Cada consorciada se obriga conforme as cláusulas estipuladas contratualmente, respondendo cada uma por seus deveres, sem que haja presunção de solidariedade, na forma do § 1º do artigo 278, da Lei das Sociedades por Ações<sup>29</sup>.

Sob o prisma econômico, a justificativa dessa união repousa na possibilidade de se dividir entre os bancos o risco de uma oferta pública que envolva montantes expressivos. A organização dos bancos em consórcio é uma medida expressamente permitida pelo artigo 15 da Lei nº 4.728/65, tendo sido confirmada pela regulamentação da CVM, mais precisamente pelo artigo 34 da Instrução CVM nº 400.

É importante mencionar que, ao consórcio, aplica-se o princípio da divisibilidade das obrigações, conforme o artigo 257 do Código Civil. O que significa dizer que a companhia emissora apenas poderá cobrar de cada sociedade integrante do consórcio o cumprimento de sua quota.

Prevê o artigo 34, § 1º, da instrução CVM nº 400, que as cláusulas relativas ao consórcio deverão ser formalizadas no mesmo instrumento do contrato de distribuição, onde deverá constar os poderes de representação das instituições intermediárias consorciadas ao líder da distribuição e, se for o caso, as condições e os limites de coobrigação de cada instituição participante. Note-se que não é preciso que se celebre um instrumento específico de consórcio, uma vez que as bases dessa associação devem constar do próprio contrato de *underwriting*.

Por falar em líder da distribuição, viu-se que no próprio instrumento de distribuição se indica o *underwriter* que funcionará como o coordenador líder da operação, o qual assumirá obrigações adicionais e atuará como o representante do consórcio frente à companhia emissora e aos investidores. O artigo 37 da Instrução CVM nº 400 elenca as obrigações específicas do coordenador líder numa

---

<sup>29</sup> DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2006. v. 4, p. 305.

operação de colocação pública de valores mobiliários, quais sejam: (i) avaliar, em conjunto com o ofertante, a viabilidade da distribuição, suas condições e o tipo de contrato de distribuição a ser celebrado; (ii) solicitar, juntamente com o ofertante, o registro de distribuição devidamente instruído, assessorando-o em todas as etapas da distribuição; (iii) remeter à CVM, mensalmente, relatórios indicativos do movimento de distribuição pública dos valores mobiliários; (iv) participar ativamente, em conjunto com o ofertante, na elaboração dos prospectos preliminar e definitivo e na verificação da consistência, qualidade e suficiência das informações dele constantes; (v) acompanhar e controlar o plano de distribuição da oferta; (vi) controlar os boletins de subscrição ou os recibos de aquisição; e (vii) guardar, por cinco anos, à disposição da CVM, toda a documentação pública e de elaboração do prospecto.

### **3. A responsabilidade dos underwriters:**

#### **3.1. Regime de atribuição de responsabilidade ao underwriter no Brasil.**

Numa oferta pública inicial de ações, o instrumento que funciona como uma ponte entre a companhia ofertante, a instituição financeira intermediária e os investidores é o prospecto. Com se denota do art. 38 da Instrução CVM nº 400, o prospecto se define como “o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”.

Portanto, é por meio do prospecto que o investidor irá subsidiar a sua decisão de investimento, razão pela qual a legislação e a regulamentação pertinentes procuram garantir que todas as

informações nele prestadas sejam corretas, precisas e completas. Ao investidor cabe assumir o risco do investimento, mas não pode deixá-lo sujeito a deterioração por ter confiado em informações que posteriormente demonstraram-se falsas, imprecisas ou incompletas.

Assim como para o investidor e para a companhia ofertante, o prospecto representa um importante instrumento de proteção também para o *underwriter*. Como a verificação das informações presentes no prospecto é responsabilidade da instituição financeira intermediária, o correto cumprimento de sua obrigação constitui o afastamento da possibilidade de sua responsabilização, como se verá mais adiante.

Recentemente, foi publicado nos Estados Unidos um estudo apontando as justificativas econômicas da imposição de responsabilidade civil aos *underwriters* pela veracidade das informações prestadas ao público numa oferta pública de valores mobiliários. O autor argumenta que há um aumento na eficiência do processo de colocação de valores mobiliários quando normas legais ou regulamentares responsabilizam as instituições subscritoras por informações falsas ou enganosas nos prospectos da oferta<sup>30</sup>.

Aline de Menezes Santos Aragão observa que:

Sem a imposição de responsabilidade civil pela divulgação de informações o investidor teria o ônus de investigar e controlar a exatidão das informações do prospecto. Alternativamente, o investidor poderia optar, no limite, entre confiar, sem qualquer garantia, nas informações ali explicitadas ou desistir de realizar o investimento. Nenhuma dessas alternativas é desejável, em termos de funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários. Daí por que se diz que, ao lado da correção da assimetria informacional entre o emissor e o investidor, a imputação de responsabilidade pelo

---

<sup>30</sup> SHER, Noam. Underwriters Civil Liability for IPOs: An Economic Analysis, *Journal of International Economic Law*. Philadelphia, University of Pennsylvania Law School, v. 27, nº 2, 2006, p. 389. In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

conteúdo tem também a função de proporcionar confiabilidade às informações ali contidas.<sup>31</sup>

No ordenamento brasileiro, o emissor e a instituição financeira intermediária estão sujeitos não só à imputação de responsabilidade civil, mas também à responsabilidade administrativa e à responsabilidade penal. Sob a perspectiva penal, são dois os crimes que podem ser cometidos por emissor e intermediário numa oferta pública: o artigo 3º, VII, da Lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951, diz que constitui crime contra a economia popular dar indicações ou fazer afirmações falsas em prospectos ou anúncios, para fim de substituição, compra ou venda de títulos ou quotas; por sua vez, o artigo 6º, da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, prevê pena de reclusão de 2 a 6 anos, e multa, àquele que “induzir ou manter em erro sócio, investidor ou repartição pública competente, relativamente à operação ou situação financeira, sonegando-lhe informação ou prestando-a falsamente”.

A responsabilidade administrativa, por seu lado, é imputada à companhia ofertante pela veracidade das informações prestadas ao público investidor e está estampada no artigo 56 da Instrução nº 400 da CVM. Já a responsabilidade da instituição financeira líder da operação está prevista no § 1º do referido dispositivo, o qual determina que cabe ao *underwriter* líder tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, de forma a assegurar que as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes. Vale dizer que, assim como no direito-norte americano, vigora entre nós o princípio do *full disclosure*, consubstanciado no dever legal da companhia emissora de prestar ao

---

<sup>31</sup> ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 231.



mercado informações claras e completas, dando subsídios para que o investidor possa tomar decisões sobre o negócio proposto.

Na mesma linha do comando normativo citado no parágrafo anterior, segue o artigo 49 do mesmo diploma legal, de acordo com o qual “a emissora, o ofertante e as Instituições Financeiras deverão assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no prospecto”.

Nesse sentido, Arnoldo Wald e Nelson Eizirik entendem que existe responsabilidade solidária entre a companhia e o *underwriter*, visto que, no contrato de *underwriting*, as obrigações pactuadas são assumidas entre a companhia emissora e o *underwriter*, porém, dada a natureza dos serviços contratados, seus efeitos alcançam outras pessoas<sup>32</sup>. Existe, portanto, uma corresponsabilidade entre intermediário e ofertante pela elaboração do prospecto, cabendo ao intermediário investigar e analisar criticamente as informações, de forma a aferir se são acuradas e suficientes.

É importante deixar claro que a obrigação do *underwriter* é de meio frente aos investidores, conforme reconhecido pela doutrina especializada. O que significa dizer que ele não poderá ser responsabilizado pela falsidade ou inexatidão das informações prestadas num processo de oferta pública se ficar demonstrado que atuou em conformidade com os usos e práticas profissionais geralmente aceitos ou recomendados para a revisão das informações prestadas pela companhia emissora. É o que a doutrina norte-americana chama de *due diligence defense*<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> WALD, Arnoldo; EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade do underwriter pela veracidade das informações prestadas em uma emissão pública. *Revista da Comissão de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, nº 5, 1984, p. 53.

<sup>33</sup> ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 235.

Como enfatiza Aline de Menezes Santos Aragão, se se defendesse que a instituição intermediária teria a obrigação de garantir a veracidade das informações do prospecto, se estaria imputando à instituição uma obrigação de resultado, o que abriria a possibilidade de que lhe fosse atribuída responsabilidade objetiva por qualquer inexatidão ou falsidade verificada no prospecto. Tal medida não seria possível, visto que a responsabilidade administrativa depende sempre da comprovação de culpa<sup>34</sup>.

O que a norma regulamentar da CVM quer da instituição líder é que ela observe corretamente o dever de diligência que lhe é imposto. Ou seja, deve ela empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios, nos termos do artigo 153 da Lei das Sociedades por Ações.

Alguns estudos do dever de diligência impostos aos administradores apontam que este é composto por diferentes aspectos<sup>35</sup>, sendo que uma parcela desses aspectos pode facilmente ser aplicada ao dever de diligência relacionado ao coordenador líder de uma oferta. Os deveres de se informar, de investigar e de vigiar são contornos do dever de diligência que não podem deixar de ser observados pelo *underwriter*. Ele deve, por exemplo, ser diligente o suficiente para estar certo de que obteve o maior número possível de informações sobre a companhia. Ademais, todas as informações recebidas devem ser analisadas de forma crítica e meticulosa, de modo que possa aferir se são suficientes, consistentes, verídicas e fidedignas.

Portanto, espera-se que o coordenador líder atue com a habilidade e perícia que em geral se deseja de um profissional

---

<sup>34</sup> Idem, *ibidem*.

<sup>35</sup> Segundo Flávia Parente, para aferição do comportamento diligente do administrador, deve-se examinar se ele atendeu os deveres de: (i) se qualificar para o cargo; (ii) bem administrar, (iii) se informar, (iv) investigar, e (v) vigiar. (PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 101 e ss.)

competente, na atividade por ele desenvolvida, qual seja, a intermediação para captação junto aos investidores de recursos para a companhia emissora.

É relevante que se restrinja o campo de abrangência acerca das informações pelas quais o *underwriter* deve assumir responsabilidade. Participam desse campo tão somente as informações relevantes e materiais, que se definem como sendo aquelas que seriam levadas em conta pelo investidor médio antes de comprar determinado título<sup>36</sup>. Um *standard* que pode ser considerado para a delimitação de uma informação relevante é a definição de fato relevante presente no artigo 157, § 4º, da Lei das Sociedades por Ações, segundo o qual fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar os valores mobiliários.

As instituições financeiras e os emissores de valores mobiliários também se submetem às regras da responsabilidade civil, sendo que os aspectos a ela concernentes serão analisados separadamente, nos itens logo abaixo.

### **3.2. A não aplicação da responsabilidade objetiva ao underwriter.**

Em primeiro lugar, de maneira a enquadrar a responsabilidade do *underwriter* numa das modalidades da responsabilidade civil, é fundamental proceder a uma análise da natureza de sua obrigação. Antes, apenas como norte para o que será explicitado abaixo, vale dizer que a regra geral da responsabilidade civil no nosso ordenamento é a responsabilidade subjetiva; nesse caso, a pressuposição para se imputar ao agente a responsabilidade por algum dano é que ele tenha agido com culpa. Exceção é a responsabilidade

---

<sup>36</sup> EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 26, abr./jun., 1987.

objetiva, teoria que impõe o dever de indenizar à mera existência do ato praticado pelo agente, do dano sofrido e do nexos causal, não sendo a culpa um requisito dessa obrigação de indenizar.

Pois bem. Vimos brevemente acima que a obrigação do *underwriter* pela veracidade e consistência das informações prestadas aos investidores é de meio, tendo em vista que não é ele quem produz essas informações. Dessa forma, ainda que ele atue dentro do padrão de diligência exigido e tome todas as precauções que dele se espera, as informações da companhia emissora divulgadas ao público podem, mesmo assim, serem falsas ou conter imprecisões.

Tratando-se, portanto, de uma obrigação de meio, entende-se que a responsabilidade deve ficar subordinada à prova de culpa. Nessa linha, a conclusão a que se chega é que a responsabilidade objetiva é incompatível com a obrigação de meio. Quando o coordenador líder executa uma *due diligence*, ele não tem condições de garantir o sucesso desse trabalho<sup>37</sup>. O seu dever é se assegurar de que a diligência foi elaborada com base em altos padrões de qualidade e eficiência<sup>38</sup>.

Além disso, as regras da responsabilidade civil objetiva presentes no Código Civil e no Código de Defesa do Consumidor (conforme se demonstrará no próximo item) não se aplicam às atividades dos *underwriters*. A começar pelo diploma civil, o artigo 927, parágrafo único, do Código Civil, prevê a incidência da teoria da responsabilidade objetiva quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implica, por sua natureza, riscos para o direito de outrem. Assim, se a atividade do agente representa risco para terceiros, caracteriza-se como uma atividade perigosa, submetendo-se à teoria da responsabilidade civil objetiva.

---

<sup>37</sup> CVM. Processo Administrativo Sancionador nº RJ 2003/8172. Rel. Eli Loria. Rio de Janeiro, 15.10.2004. Publicado em: 12.08.2008.

<sup>38</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3ª ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 201.

Porém, tão somente se inserem na regra do artigo 927 do Código Civil as atividades que envolvem um risco extraordinário, que fique inteiramente fora do corriqueiro. Esse dispositivo não se aplica a qualquer atividade econômica<sup>39</sup>. Como a atuação dos *underwriters* não pode ser enquadrada dentro desse conceito de atividade perigosa que envolve um risco extraordinário para terceiros, afasta-se a incidência da responsabilidade objetiva prevista no Código Civil.

A esse respeito, deve-se ter em conta que se trata o investimento em valores mobiliários de uma atividade cujo risco é inerente ao investimento e os contratantes têm ciência dos riscos e variações a que está sujeita a sua opção. A perda é um elemento comum nessa espécie de investimento e a atribuição da responsabilidade objetiva a essa atividade poderia impossibilitar a sobrevivência do mercado de capitais. Isso porque, toda e qualquer operação de mercado de valores mobiliários geraria sempre um direito potencial à indenização por parte de uma parte prejudicada, o que iria ocasionar um inaceitável custo social<sup>40</sup>.

### **3.2.1. A não incidência do Código de Defesa do Consumidor.**

Cumpra agora passar para análise da responsabilidade dos *underwriters* frente ao Código de Defesa do Consumidor. Ressalte-se que as regras deste código estabelecem que a responsabilidade do fornecedor perante o consumidor é objetiva. O ponto primordial é saber se a instituição intermediária, numa operação de colocação de

---

<sup>39</sup> BITTAR, Carlos Alberto. *Responsabilidade Civil: Doutrina e Jurisprudência*. São Paulo: Saraiva, 1984. p. 93-94. In: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. Ed. Revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 181.

<sup>40</sup> ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto. In: ADAMEK, Marcelo Vieira von (Coord.). *Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos* (obra coletiva). São Paulo: Malheiros, 2011. p. 245.

valores mobiliários, pode ser equiparada aos fornecedores de produtos e serviços, aplicando-lhe o artigo 3º, § 2º, do CDC<sup>41</sup>, e se o investidor pode ser qualificado como consumidor, nos termos do artigo 2º do mesmo diploma legal.

Quanto ao enquadramento da instituição financeira intermediária como fornecedora de produtos e serviços, Aline de Menezes Santos Aragão defende a impossibilidade de aplicação da legislação consumerista numa oferta pública primária, por ausência de vínculo contratual de consumo entre o ofertante e o *underwriter*: numa emissão primária de valores mobiliários, o intermediário é contratado pela companhia, que não é consumidora, circunstância que, na opinião da autora, impede a existência de relação jurídica de consumo entre o intermediário e o investidor, justamente por faltar um vínculo contratual de consumo entre a companhia contratante e a instituição intermediária<sup>42</sup>. Igualmente correta aparenta ser a posição de Pedro Paulo Cristófaró, para quem o investimento não se inclui no conceito de “serviços bancários, financeiros, creditícios e securitários”, estampado no § 3º, do artigo 2º, do CDC<sup>43</sup>.

Analisando-se o *problema* sob a perspectiva do investidor, não é tarefa simples inseri-lo dentro do contexto de uma relação de consumo, até porque não parece possível afirmar que ele será o destinatário final de uma ação. Consumidor, do ponto de vista do CDC, tem que ver com a posição em que se situa o adquirente em face do bem ou serviço. De forma a se enquadrar como consumidor, o adquirente deve ser o último participante do processo econômico, ou

---

<sup>41</sup> Referido dispositivo legal diz expressamente que as atividades de natureza bancária, financeira e de crédito se submetem às suas regras e que o serviço objeto da relação de consumo é aquele oferecido no mercado de consumo.

<sup>42</sup> ARAGÃO, Aline de Menezes Santos. Op. cit., p. 241.

<sup>43</sup> CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Limites do Campo de Incidência da Lei 8.078, de 11.9.90 – O Código de Defesa do Consumidor e os Investidores e Poupadores. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, nº 92, p. 91, out./dez., 1993.

seja, deve ser o destinatário final. Se o adquirente se situa no meio do processo de produção e adquire o bem para revendê-lo, não é consumidor. Em regra, o comprador de uma ação na bolsa de valores tem como principal objetivo revendê-la na melhor oportunidade de mercado que surgir. Portanto, dada a agilidade das negociações de valores mobiliários nas bolsas de valores e a natureza das negociações, parece ser inescapável a conclusão de que o investidor não é um consumidor.

Ademais, para o citado advogado Pedro Paulo Cristófaró, consumidores e investidores pertencem a categorias distintas, de maneira que, enquanto os primeiros se submetem à legislação consumerista, os segundos estão sujeitos às regras do Sistema Financeiro Nacional. Assim, argumenta que “diferentes categorias de pessoas envolvidas no processo econômico merecem proteção legal específica que leva em conta as características e as necessidades de cada categoria”<sup>44</sup>.

### **3.3. A responsabilidade civil subjetiva do underwriter.**

Com a demonstração da inaplicabilidade da responsabilidade objetiva à instituição financeira intermediária de uma oferta pública de valores mobiliários, o tema deve ser, agora, analisado à luz do artigo 186 do Código Civil, dispositivo que prevê a responsabilidade civil clássica, com fundamento no ato ilícito. A aferição dessa espécie de responsabilidade depende da existência de uma conduta do agente que tenha um cunho doloso ou culposo. Assim, como se trata de responsabilidade subjetiva, a análise da conduta do sujeito é sempre imprescindível, de forma que o dano pode ser causado por uma conduta comissiva ou omissa. Deve haver, como se sabe, um nexo de causalidade entre a conduta e o dano, com a comprovação de superveniência de um prejuízo. Portanto, sob esse prisma, se teria uma

---

<sup>44</sup> CRISTÓFARO, Pedro Paulo. Op. cit.

responsabilidade subjetiva clássica, em que a imputação da responsabilidade dependeria da prova da existência de dolo ou culpa, cabendo a prova ao autor da ação. Entretanto, não é esse o caminho que outras jurisdições têm seguido.

Com origem no direito norte-americano, tem se tornado assente o entendimento de que o investidor prejudicado, para propor a ação de responsabilidade civil, não precisa demonstrar que houve fraude por parte do *underwriter* e que a sua conduta foi dolosa. Isso porque, segundo essa linha de raciocínio sedimentada pelos tribunais norte-americanos, existe uma presunção *iuris tantum* de que o comprador dos papéis foi prejudicado por ter confiado nas informações prestadas, sendo que só mais tarde se verificaria que essas informações eram falsas ou incompletas<sup>45</sup>. Também não caberia ao investidor provar que os danos que sofreu derivaram de uma conduta culposa do *underwriter*. Seria extremamente gravoso e difícil para o investidor provar que uma instituição financeira intermediária não agiu com a diligência que deveria numa operação de colocação de valores mobiliários.

Ao autor de uma ação de responsabilidade civil incumbiria tão só provar que comprou os títulos e que o registro da emissão, o prospecto e os demais documentos de venda apresentavam informações falsas, enganosas ou insuficientes.

A solução seria uma alternativa de equilíbrio entre a responsabilidade civil objetiva e a responsabilidade civil subjetiva clássica, segundo a qual cabe ao demandante a prova do procedimento culposos do demandado. Essa via alternativa é a responsabilidade subjetiva com presunção de culpa ou com a inversão do ônus da prova, na hipótese de lesão aos investidores pela ausência de informações inverídicas nos documentos pertinentes à oferta pública.

---

<sup>45</sup> EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do Underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 26, nº 66, p. 27, abr./jun., 1987.



Seguindo essa linha, para se eximir da responsabilidade pelo dano experimentado, deve o *underwriter* provar que atuou de acordo com os padrões de diligência exigíveis. Alguns princípios relativos à exclusão de responsabilidade podem ser citados, quais sejam: o *underwriter* deve demonstrar que as afirmações contidas no registro, prospecto e demais documentos ou materiais publicitários não eram falsas ou enganosas; que, embora falsas as afirmações referiam-se a fatos não relevantes; que, ao tempo da aquisição realizada, o investidor sabia da falsidade ou omissão; que os prejuízos experimentados pelo investidor decorrem de outros fatos, não relacionados às informações falsas ou omissas; que atendeu ao dever de diligência<sup>46</sup>.

Para se ter uma exata noção do quão difícil seria deixar o investidor com o ônus da prova, basta imaginar uma situação hipotética, em que o valores mobiliários adquiridos numa oferta pública sofressem uma forte depreciação depois de seu lançamento no mercado por supostas informações falsas prestadas no prospecto pela companhia emissora e pela instituição intermediária. É fácil perceber que o ônus da prova para o investidor nesse caso seria difícilíssimo, uma vez que teria de provar que a queda nas cotações resultou de falhas no prospecto e que essas falhas foram decisivas para a sua opção de investimento.

## **Conclusão.**

Ao longo do presente artigo, ficou demonstrado que as reformas regulatórias promovidas no ambiente das bolsas de valores no Brasil, na década passada, contribuíram intensamente para o desenvolvimento do mercado de capitais. As regras trazidas pelo

---

<sup>46</sup> Id, Ibid.

Novo Mercado foram uma ótima resposta aos investidores que tanto queriam investir no Brasil, mas muitas vezes recuavam em razão de um sistema jurídico pouco afeito à proteção do investimento de acionistas minoritários. Porém, é importante ter em conta que o avanço regulatório, sozinho, não seria capaz de provocar esse desenvolvimento. Os fatores econômicos, extremamente favoráveis naquela época, constituíram um fator primordial para o avanço.

No campo da responsabilidade, apesar do aumento da atividade de captação de recursos por meio do mercado de capitais, não são muitos os precedentes judiciais ou administrativos recentes que tratam da responsabilidade do emissor ou das instituições financeiras intermediárias das ofertas. O fato de ainda não estarmos tão longe do início da febre das ofertas públicas de ações talvez explique o baixo número de precedentes judiciais e administrativos existentes. É bom notar que a proliferação de cláusulas de arbitragem nos estatutos sociais das companhias não prejudica a competência da CVM para analisar, no âmbito administrativo, os casos que lhe são submetidos. Com o passar do tempo e com um novo ciclo de crescimento de emissões, é possível que ocorra uma elevação do número de casos de responsabilização de todas as partes envolvidas na elaboração do prospecto.



## NORMAS PARA PUBLICAÇÃO ARTIGOS NA RSDE

1. Os trabalhos para publicação na Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE deverão ser inéditos no Brasil e sua publicação não deve estar pendente em outro veículo nacional.
2. Os trabalhos deverão ser enviados em arquivos no formato “.doc” para o e-mail: conselho.executivo@rsde.com.br
3. Os artigos deverão observar as normas da ABNT (NBR 6023, NBR 10520 e NBR 14724) e ser entregues na seguinte formatação:
  - (a) Tamanho do papel: A4 (210 x 297 mm);
  - (b) Orientação: retrato;
  - (c) Margens: as margens superior e esquerda devem ser de 3 cm, ao passo que as margens inferior e direita devem ser de 2 cm;
  - (d) Alinhamento: justificado;
  - (e) Parágrafo: usar a tabulação padrão (1,25 cm), a partir da margem esquerda da folha. As eventuais alíneas devem estar a 2,5 cm da margem (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
  - (f) Espaçamento: 0 pt antes e depois no texto e 0 pt antes e 6 pt depois para as notas de rodapé; entrelinhas: 1,5 linhas no texto e simples para notas de rodapé (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
  - (g) Fonte: Times New Roman; estilo: normal; tamanho: corpo 12 para o texto e corpo 10 para as notas de rodapé; cor: automático;
  - (h) Transcrições longas (mais de 3 linhas): escritas em parágrafo independente, com recuo a 4 cm da margem esquerda, sem aspas; tamanho da fonte: 10 (o trecho não deverá ser transcrito em “itálico” ou “negrito”, à exceção de expressão grifada pelo autor, caso em que deverá ser incluída, ao final do texto transcrito, a expressão “grifos do autor”); espaçamento entrelinhas: simples; e
  - (i) Transcrições curtas (até 3 linhas, inclusive): deverão observar o mesmo padrão do texto do artigo, escritas entre aspas.
4. Os artigos deverão possuir:

- (a) sumário;
- (b) título, resumo e palavras-chave em dois idiomas, sendo um deles o idioma do texto e o outro necessariamente o inglês;
- (c) referências e citações, as quais serão feitas em notas de rodapé, seguindo, como já indicado no item 3. acima, as normas da ABNT; e
- (d) no mínimo de 15 e máximo de 30 páginas. Não será necessária a indicação de bibliografia ao final do artigo.

5. Os trabalhos recebidos serão submetidos a processo de dupla avaliação anônima por pares (*double blind review*) pelo corpo de pareceristas permanente da RSDE, o qual é composto por professores de universidades brasileiras e estrangeiras.

6. Cada artigo avaliado poderá ser considerado (a) apto para publicação; (b) apto para publicação, desde que realizadas correções obrigatórias; ou (c) inapto para publicação. Serão publicados os artigos que não tiverem recebido qualquer parecer negativo ou aqueles que tiverem atendido as correções obrigatórias requeridas pelos Pareceristas. Após a avaliação, os artigos retornarão aos autores para ciência e para realização de eventuais correções, as quais serão posteriormente conferidas tanto pelos pareceristas quanto pelos membros do Conselho Executivo.

7. Realizado esse procedimento, os artigos aprovados serão submetidos aos Editores e aos membros dos Conselhos Editorial e Executivo da Revista, que se reunirão para avaliá-los e finalizar a seleção para a publicação, observando os critérios de qualidade e exogenia e a quantidade de artigos por número.

8. Além desses artigos avaliados anonimamente por pares, a RSDE publicará até dois artigos de convidados por número. Estes artigos serão avaliados somente pelos Conselhos Editorial e Executivo, os quais analisarão a pertinência temática com o foco e o escopo da Revista e a observância das regras formais para publicação.

9. As edições da RSDE são publicadas semestralmente, nos meses de junho e dezembro, todos os anos.