

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 22

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

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2018

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. Enzo Baiocchi, 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), Antônio 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 Campinho, Mariana Pinto, Nicholas Furlan Di Biase e Viviane Perez.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Gerson Branco (UFRGS), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF) e Tula Wesendonck (UFRGS).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — n° 22 (janeiro/junho 2018)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no primeiro semestre de 2020.

Colaboraram neste número

Carlos Martins Neto

Doutorando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Mestre em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela UERJ. Professor do Programa de Pós-graduação da Fundação Getúlio Vargas – FGV-RIO. Professor convidado do MBA em Finanças do COPPEAD/UFRJ. Advogado no Rio de Janeiro.

E-mail: carlos@moreiramenezes.com.br

Guilherme Penalva Santos

Mestre em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Pós-graduado em Direito Empresarial pela Fundação Getúlio Vargas – FGV. Procurador do Município do Rio de Janeiro.

E-mail: guilhermepenalva@psadv.com.br

Guilherme Vinseiro Martins

Doutorando em Direito na Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Mestre e Bacharel em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais – UFMG. Professor substituto de Direito Civil na UFMG em 2019. Advogado.

E-mail: guilherme@tavernard.adv.br

Isadora Wermelinger dos Santos Cariello

Bacharel em Direito pela Fundação Getúlio Vargas – FGV/Rio. Advogada no Rio de Janeiro.

E-mail: isadora@moreiramenezes.com.br

Luiz Carlos Malheiros França

Mestrando em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Advogado.

E-mail: luiz.franca@fcdg.com.br

Marcelo Vieira von Adamek

Doutor em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Mestre em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP. Professor Doutor da Faculdade de Direito da USP.

E-mail: m-adamek@uol.com.br

Matheus Cardoso Oliveira Eleutério

Pós-graduando em Direito Empresarial e Contratos pelo Centro Universitário de Brasília – UniCEUB. Bacharel em Direito pelo UniCEUB. Advogado.

E-mail: eleuteriomatheus@gmail.com

Nicholas Furlan Di Biase

Mestrando em Direito de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro – UERJ. Bacharel em Direito pela UERJ. Advogado no Rio de Janeiro.

E-mail: nicholas@moreiramenezes.com.br

Richard Squire

Alpin J. Cameron Chair in Law and Professor of Law, Fordham Law School.

E-mail: rsquire@law.fordham.edu

Zohar Goshen

Jerome L. Green Professor of Transactional Law, Columbia Law School. Director of the Center for Israeli Legal Studies, Columbia Law School.

E-mail: zohar.goshen@law.columbia.edu

Sumário

PRINCIPAL COSTS: A NEW THEORY FOR CORPORATE LAW AND GOVERNANCE Zohar Goshen e Richard Squire	1
DA ELEIÇÃO INTERCALAR DE MEMBRO PARA CONSELHO FISCAL DE FUNCIONAMENTO PERMANENTE DE SOCIEDADE ANÔNIMA Marcelo Vieira von Adamek	87
CONVERSÃO OBRIGATÓRIA DE DEBÊNTURES: LIMITES AO PODER DA MAIORIA Luiz Carlos Malheiros França.....	111
A EVOLUÇÃO DA INSOLVÊNCIA TRANSNACIONAL NO BRASIL: UMA ANÁLISE À LUZ DA DOCTRINA E JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA Guilherme Penalva Santos.....	133
ALGUNS IMPACTOS DA INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL NA INCOMPLETUDE DOS CONTRATOS EMPRESARIAIS DE COLABORAÇÃO Guilherme Vinseiro Martins.....	165
A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EM RELAÇÃO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM CRISE Carlos Martins Neto.....	193
OBSTÁCULOS AO REGISTRO DE EMPRESA: A ILEGALIDADE DE EXIGÊNCIAS FORMULADAS POR AUTORIDADES FISCAIS Nicholas Furlan Di Biase e Isadora Wermelinger dos Santos Cariello	239
O <i>LEASE BACK</i> E A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NA ÓTICA DO STJ: UM ESTUDO DE CASO SOBRE A EXTENSÃO DOS EFEITOS DA FALÊNCIA A SOCIEDADES, QUE NÃO POSSUEM LIGAÇÃO SOCIETÁRIA, EM DECORRÊNCIA DE CONTRATO DE <i>LEASE BACK</i> Matheus Cardoso Oliveira Eleutério.....	283

PRINCIPAL COSTS: A NEW THEORY FOR CORPORATE LAW AND GOVERNANCE¹

CUSTOS DE CONTROLADOR: UMA NOVA TEORIA PARA O DIREITO SOCIETÁRIO E A GOVERNANÇA CORPORATIVA

Zohar Goshen
Richard Squire

Abstract: The problem of managerial agency costs dominates debates in corporate law. Many leading scholars advocate reforms that would reduce agency costs by forcing firms to allocate more control to shareholders. Such proposals disregard the costs that shareholders avoid by delegating control to managers and voluntarily restricting their own control rights. This Essay introduces *principal-cost theory*, which posits that each firm's optimal governance structure minimizes the sum of *principal costs*, produced when investors exercise control, and *agent costs*, produced when managers exercise control. Both principal costs and agent costs can arise from honest mistakes (which generate *competence costs*) and from disloyal conduct (which generate *conflict costs*). Because the expected costs of competence and conflict are firm-specific, the optimal division of control is firm-specific as well. Thus, firms rationally select from a range of governance structures that empower shareholders to varying degrees. The empirical predictions produced by principal-cost theory are more accurate than those produced by any theory focused solely on agency costs. Principal-cost theory also suggests different policy prescriptions. Rather than banning some governance features and mandating others, lawmakers should permit each firm to tailor its governance structure based on its firm-specific tradeoff between principal costs and agent costs.

1 Artigo recebido em 01.12.2018 e aceito em 10.06.2020.

Keywords: Corporate Law. Corporate Governance. Control. Principal-costs Theory. Principal Costs. Agency Costs.

Resumo: O problema dos custos gerenciais de agência domina os debates no direito societário. Muitos dos principais estudiosos defendem reformas que reduziriam os custos de agência ao forçar sociedades a alocar maior parcela de controle aos acionistas. Essas propostas desconsideram os custos que os acionistas evitam ao delegarem o controle a administradores e ao voluntariamente restringirem seu próprio direito de controle. Esse artigo apresenta a *teoria dos custos de controlador*, a qual postula que a estrutura de governança ideal de cada sociedade minimiza a soma de *custos de controlador*, produzido quando investidores exercem o controle, e de *custos de agência*, produzido quando administradores exercem o controle. Ambos os custos de controlador e de agência podem resultar de erros honestos (que geram *custos de competência*) e de condutas desleais (que geram *custos de conflitos*). Como os esperados custos de competência e de conflito são específicos a cada sociedade, a divisão ideal de controle também é específica a cada sociedade. Assim, sociedades racionalmente selecionam de uma variedade de estruturas de governança que capacitam os acionistas em diferentes graus. As projeções empíricas produzidas pela teoria dos custos de controlador são mais precisas do que aquelas produzidas por qualquer outra teoria focada unicamente nos custos de agência. A teoria dos custos de controlador também propõe diferentes prescrições de normas. Ao invés de proibir algumas características de governança e impor outras, os legisladores devem permitir que cada sociedade possa desenhar sua própria estrutura de governança com base em seu específico equilíbrio entre custos de controlador e custos de agência.

Palavras-chave: Direito Societário. Governança Corporativa. Controle. Teoria do Custos de Controlador. Custos de Controlador. Custos de Agência.

Table of Contents: Introduction. I. The Limits of Agency Costs. I.A. The Jensen-Meckling Model and Its Extensions. I.B. The Blind

Spots of Agency-Cost Essentialism. II. Control Costs: The Problems of Competence and Conflict. II.A. Competence Costs. II.A.1. Principal Competence Costs. II.A.2. Agent Competence Costs. II.A.3. A Firm's Total Competence Costs. II.B. The Byproduct of Competence-Raising Delegation: Conflict Costs. II.B.1. Principal Conflict Costs. II.B.2. Agent Conflict Costs. II.B.3. A Firm's Total Conflict Costs. II.C. Synthesis: The Control-Cost Matrix. III. The Theory of Principal Costs. III.A. The Tradeoff Between Principal Costs and Agent Costs. III.B. Delegation and Accountability Rights. III.C. Understanding the Governance Spectrum. III.D. Structures Along the Spectrum. III.D.1. The Dual-Class Share Structure. III.D.2. The Concentrated-Ownership Structure. III.D.3. The Dispersed-Ownership Structure. IV. Principal-Cost Theory Versus Agency-Cost Essentialism: Implications. IV.A. Empirical Predictions. IV.A.1. The Division of Cash Flows. IV.A.2. Dual-Class Shares. IV.A.3. Takeover Defenses. IV.A.4. Hedge Fund Activism. IV.A.5. Majority Voting. IV.A.6. Proxy Access. IV.A.7. The G Index. IV.B. Implications for Lawmakers. Conclusion.

Introduction.

For the last forty years, the problem of agency costs has dominated the study of corporate law and governance.² Agency costs re-

² For the seminal work on agency costs in business firms, see Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, 3 J. Fin. Econ. 305 (1976).

sult from the separation of control and ownership that occurs when managers run a firm but must share its profits with equityholders.³ Such managers face incentives to expend less effort and consume more perquisites than they would if they were the firm's sole owners.⁴ By shirking their duties and diverting value, managers generate agency costs, which reduce their firm's value.⁵ Many scholars – we refer to them as *agency-cost essentialists* – treat the reduction of agency costs as the essential function of corporate law and of related fields such as securities regulation. To reduce agency costs, the essentialists would mandate corporate-governance arrangements, such as proxy access, that allocate more control rights to shareholders.⁶ And they would ban arrangements that disempower shareholders, such as staggered boards⁷ and dual-class shares.⁸ To the essentialists, the reduction of agency costs is an unalloyed good toward which all aspects of corporate law and governance should be directed.⁹

Drawing upon a seminal paper by Professors Michael Jensen and William Meckling,¹⁰ agency-cost essentialists assume that firms

3 Id. at 309.

4 Id. at 309.

5 Id. at 313.

6 See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Scott Hirst, Private Ordering and the Proxy Access Debate, 65 Bus. Law. 329, 335–36 (2010) (advocating a proxy access default rule).

7 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, John C. Coates IV & Guhan Subramanian, The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy, 54 Stan. L. Rev. 887, 919 (2002) [hereinafter Bebchuk et al., Force of Staggered Boards] (noting that an effective staggered board “should provide incumbents virtually complete protection from hostile bids, with all of the potential drawbacks in terms of managerial agency costs that are associated with such insulation”).

8 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, Reinier Kraakman & George G. Triantis, Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights, in Concentrated Corporate Ownership 295, 310–11 (Randall K. Morck ed., 2000) [hereinafter Bebchuk et al., Stock Pyramids] (finding high agency costs in firms with controlling shareholders, including those with dual-class shares).

9 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, The Case for Increasing Shareholder Power, 118 Harv. L. Rev. 833 (2005) [hereinafter Bebchuk, Shareholder Power].

10 See Jensen & Meckling, *supra* note 2.

delegate control to managers, thereby separating control from ownership, solely to facilitate the aggregation of capital from multiple investors.¹¹ Yet many wholly owned firms also delegate control to managers, thereby incurring agency costs that, under agency-cost essentialism, serve no positive function.¹² The essentialists also have difficulty explaining why corporations often choose to go public with staggered boards, whose members are subject to discretionary removal by shareholders only once every three years rather than annually,¹³ or with a dual-class share structure, which denies outside shareholders the right to replace directors at all.¹⁴ If capital aggregation were the sole benefit of delegating control to managers, firms that tied investors' hands in such ways would consistently generate lower financial returns than those that give more power to shareholders. Yet careful empirical studies find no consistent relationship between the degree of shareholder empowerment and overall financial performance.¹⁵ Such studies confirm the intuition that investors also generate costs when they exercise control and that firms must weigh those costs against agency costs when selecting a governance structure. By ignoring that tradeoff, agency-cost essentialism produces inaccurate empirical predictions and unwise policy prescriptions.

To correct the shortcomings of agency-cost essentialism, we offer a theory of corporate governance that we term *principal-cost*

11 Aggregating capital from multiple investors enables a firm to achieve economies of scale, and it enables investors to diversify risk. Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 313 & n.15. Economies of scale are efficiencies that a firm achieves by increasing output; they typically manifest in a decline in average cost per unit of production as the number of units produced rises. Richard A. Posner, *Economic Analysis of Law* 413 (8th ed. 2011).

12 Daniel Ames, The Relation Between Private Ownership of Equity and Executive Compensation, 13 *J. Bus. Inquiry* 81, 84 (2014) (detailing the practice whereby wholly owned corporations employ professional managers).

13 See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 141(d) (2016) (allowing corporations to adopt staggered boards in their certificates of incorporation).

14 See Zohar Goshen & Assaf Hamdani, Corporate Control and Idiosyncratic Vision, 125 *Yale L.J.* 560, 590–91 (2016).

15 For a description of the studies, see *infra* section IV.A.

theory. The theory states that each firm's optimal governance structure minimizes total *control costs*, which are the sum of *principal costs* and *agent costs*.¹⁶ Principal costs occur when investors exercise control, and agent costs occur when managers exercise control. Both types of cost can be subdivided into *competence costs*, which arise from honest mistakes attributable to a lack of expertise, information, or talent, and *conflict costs*, which arise from the skewed incentives produced by the separation of ownership and control. When investors exercise control, they make mistakes due to a lack of expertise, information, or talent, thereby generating principal competence costs. To avoid such costs, they delegate control to managers whom they expect will run the firm more competently. But delegation separates ownership from control, leading to agent conflict costs, and also to principal conflict costs to the extent that principals retain the power to hold managers accountable. Finally, managers themselves can make honest mistakes, generating agent competence costs.

Principal costs and agent costs are substitutes for each other: Any reallocation of control rights between investors and managers decreases one type of cost but increases the other.¹⁷ The rate of substitution is firmspecific, based on factors such as the firm's business strategy, its industry, and the personal characteristics of its investors and managers. Therefore, each firm has a distinct division of control rights that minimizes total control costs. Because the cost-minimizing division varies by firm, the optimal governance structure does as well. The implication is that law's proper role is to allow firms to select from a wide range of governance structures, rather than to mandate some structures and ban others.

Agency-cost essentialists focus on one of the four categories of control costs we have identified: agent conflict costs.¹⁸ They down-

16 For the full analysis of these concepts, see *infra* Part II.

17 See *infra* section III.A.

18 See, e.g., John Armour, Henry Hansmann & Reinier Kraakman, What Is Corporate Law?, in

play agent competence costs and, more importantly, disregard both types of principal costs.¹⁹ Yet principal costs are more fundamental than agent costs, as the goal of reducing them is the reason that investors delegate control to managers, generating the conflict costs that preoccupy agency-cost essentialists. We term our thesis in this Essay principal-cost theory because principal costs are the logical starting point in analyzing problems of firm governance, including the question of why firms adopt such a wide variety of governance structures.

A firm that seeks to maximize total returns will weigh principal costs against agent costs when deciding how to divide control between managers and investors. When a firm has multiple investors, principal costs arise primarily from conflicting interests (which generate principal conflict costs) and the duplicative efforts and coordination problems entailed by joint decisionmaking (which generate principal competence costs).²⁰ But even if a firm has just one investor, principal costs – in particular, principal competence costs – will arise whenever the investor makes honest mistakes due to a lack of expertise, information, or talent.²¹ Indeed, the goal of reducing principal competence costs explains why even wholly owned firms often delegate control to managers.

The firm-specific nature of the tradeoff between principal costs and agent costs is the reason that firms adopt a wide variety of governance structures, each of which offers a different division of control between investors and managers. At one end of the spectrum

The Anatomy of Corporate Law 1, 2 (Reinier Kraakman et al. eds., 2d ed. 2009) (“[M]uch of corporate law can usefully be understood as responding to three principal sources of opportunism: conflicts between managers and shareholders, conflicts among shareholders, and conflicts between shareholders and the corporation’s other constituencies ...”).

19 For an example, see *infra* section I.B (discussing the second limiting assumption of Jensen and Meckling).

20 See Henry Hansmann, *Ownership of the Firm*, 4 *J.L. Econ. & Org.* 267, 277–80 (1988) (analyzing costs of collective decisionmaking).

21 See *infra* section II.A.1.

is the dual-class share structure, which gives controlling owner-managers complete and incontestable control.²² Firms that adopt a dual-class share structure minimize potential principal costs but run the risk of high agent costs. At the opposite end of the spectrum – rarely seen except in sole proprietorships and small partnerships – are firms whose equity investors retain full control over the selection and development of business strategy.²³ Such firms minimize potential agent costs but run the risk of high principal costs. Toward the middle of the spectrum is the most common governance structure in American public corporations: dispersed share ownership.²⁴ Managers of firms with that structure exercise a large degree of control, which can generate significant agent costs. But shareholders can contest control through a hostile tender offer or activism, the prospect of which keeps agent costs in check.²⁵ Because, however, hostile raiders and activist hedge funds sometimes mistakenly target firms whose managers are in fact effective,²⁶ this ownership structure can also generate significant principal costs.

To be sure, we are not the first commentators to observe that shareholders (as opposed to managers) generate costs when exercis-

22 See *infra* section III.D.1.

23 See *infra* section III.D.2.

24 The concentrated-ownership structure is usually contrasted with the dispersed-ownership structure, the prevailing structure among public firms in the United States and the United Kingdom. See Ronald C. Anderson & David M. Reeb, *Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500*, 58 *J. Fin.* 1301, 1302 (2003) (stating that roughly 35% of S&P 500 companies have families as controlling shareholders); Marco Becht & J. Bradford DeLong, *Why Has There Been So Little Block Holding in America?*, in *A History of Corporate Governance Around the World: Family Business Groups to Professional Managers* 613, 613–14 (Randall K. Morck ed., 2007) (contrasting the prevalence of dispersed-share ownership in the United States with block-share ownership in other countries). But see Clifford G. Holderness, *The Myth of Diffuse Ownership in the United States*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 1377, 1378, 1382 *tbl.1* (2009) (presenting evidence casting doubt on the prevailing view that the ownership of most American public firms is widely dispersed).

25 See *infra* notes 207–213 and accompanying text.

26 See *infra* note 214 and accompanying text.

ing control. Previous scholarship had identified particular sources of what we call principal costs, such as short-termism, shareholder conflicts of interest, and collective-action problems.²⁷ Other commentators have not, however, identified the complete set of principal costs that we describe here (including both competence costs and conflict costs), nor have they conceptualized principal costs as a general category that is logically prior to agent costs.²⁸ We also are the first commentators to describe how the unavoidable tradeoff between principal costs and agent costs determines each firm’s optimal governance structure.²⁹

These contributions make salient two aspects of the corporate governance problem that scholars who fixate on agency costs neglect. First, a firm will suffer control costs regardless of who exercises control – investors or managers. Second, because the impact of a given governance structure on control costs is firm-specific, there is no particular governance structure that can be described as intrinsically good, bad, welfare enhancing, or inefficient.

27 See Leo E. Strine Jr., *Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance*, 33 *J. Corp. L.* 1, 6 (2007) (“As much as corporate law scholars fetishize the agency costs that flow from the separation of ownership and control in operating companies, they have been amazingly quiet about the ‘separation of ownership from ownership.’”); see also Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 *UCLA L. Rev.* 811, 821–22, 826–27 (1992) (discussing collective-action problems and the conflicts of interest of institutional investors); Lynne L. Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 *J. Corp. L.* 265, 267–73 (2012) (analyzing the short-termism problem); Jeffrey N. Gordon, *Shareholder Initiative: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law*, 60 *U. Cin. L. Rev.* 347, 359–63 (1991) (describing shareholder “cycling” and its potential destructive effects); Edward B. Rock, *Controlling the Dark Side of Relational Investing*, 15 *Cardozo L. Rev.* 987, 1000–04, 1003 n.72 (1994) (describing the conflict of interests between relational investors, shareholders, and managers); Roberta Romano, *Public Pension Fund Activism in Corporate Governance Reconsidered*, 93 *Colum. L. Rev.* 795, 799–839 (1993) (discussing the conflicts of public pension funds); *infra* notes 113–120 and accompanying text (detailing previous scholarship on the principal-cost theory).

28 Cf. *infra* section II.A.

29 See *infra* sections III.C.–D.

One test of a theory is the accuracy of its predictions. Principal-cost theory makes different predictions than agency-cost essentialism about the relationship between firm value and particular governance structures. Essentialism suggests that firms that adopt shareholder-disempowering governance features, such as staggered boards and dual-class shares, will consistently underperform those that do not.³⁰ Principal-cost theory, by contrast, states that shareholder-disempowering governance features will be efficient for some firms but not others, based on firm-specific characteristics. Therefore, an empirical study that properly controls for such characteristics and considers a sufficiently long period of time will find no correlation between particular structural features and firm value.³¹ As we show in this Essay, principal-cost theory does in fact explain the results of most empirical studies better than agency-cost essentialism does.³²

A second test of a theory is the wisdom of its policy prescriptions. Agency-cost essentialists advocate shifting more control to shareholders,³³ while a smaller group of scholars – sometimes referred to as the director-supremacy school³⁴ – seeks to insulate corporate managers from control contests.³⁵ Principal-cost theory suggests that

30 See *infra* notes 215–217 and accompanying text.

31 Several economists have critiqued the empirical work by claiming that corporate governance is endogenous and therefore that cross-sectional variation in governance structure should not correlate with performance. See, e.g., Harold Demsetz & Kenneth Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, 93 *J. Pol. Econ.* 1155, 1173–74 (1985). Principal-cost theory explains why corporate governance is endogenous.

32 See *infra* section IV.A.

33 See, e.g., Bebchuk, *Shareholder Power*, *supra* note 9, at 865–70 (discussing the benefits of increasing shareholder power and advocating a regime permitting shareholders to “set the rules”).

34 See, e.g., Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *Harv. L. Rev.* 1735, 1744–51 (2006) [hereinafter Bainbridge, *Shareholder Disempowerment*] (arguing that preservation of managerial discretion should remain the default rule).

35 See, e.g., *id.* at 1747–49 (surveying corporate law rules that protect managers and arguing that shareholder voting rights should do the same); Martin Lipton & Steven A. Rosenblum, A

both policy prescriptions are unwise, as both would treat all firms the same.³⁶ Because the governance structure that minimizes control costs varies by firm, lawmakers – including courts, regulators, and legislators – should avoid one-size-fits-all solutions. Rather, in the absence of clear market failures, lawmakers should presume the efficiency of each firm’s chosen governance structure. And they should seek to grow rather than shrink the menu of governance-structure options.

Part I of this Essay describes agency-cost essentialism and identifies its shortcomings, especially its inability to explain common features of the governance structures that business firms adopt. Part II introduces and defines the two types of control costs: competence costs and conflict costs. Part III presents principal-cost theory and shows why it explains what agency-cost essentialism cannot. Part III also describes how the governance structures that firms select can be arranged along a spectrum that depicts each structure’s distinct tradeoff between principal costs and agent costs. Finally, Part IV describes how principal-cost theory generates empirical predictions and policy prescriptions superior to those produced by agency-cost essentialism.

I. The Limits of Agency Costs.

The subject of most corporate law scholarship is the conflict of interests between managers (broadly defined to include directors) and shareholders.³⁷ Scholars almost invariably conceptualize this con-

New System of Governance: The Quinquennial Election of Directors, 58 U. Chi. L. Rev. 187, 205–13 (1991) (arguing that the divergent interests of stockholders and corporations necessitate that management be allowed to defend against hostile takeovers). Implicitly, members of the director-supremacy school believe that principal costs are a relatively large problem, although they do not identify the full set of principal costs we describe, nor do they conceptualize principal costs as trading off against agent costs in the choice of a firm’s governance structure.

³⁶ See *infra* notes 38–40 and accompanying text.

³⁷ See John Armour, Henry Hansmann & Reiner Kraakman, Agency Problems and Legal Strate-

flict in terms of agency costs: the economic losses resulting from managers' natural incentive to advance their personal interests even when those interests conflict with the goal of maximizing their firm's value.³⁸ Agency-cost essentialists – who believe that the reduction of agency costs is the essential role of corporate law and of related fields such as securities regulation – consistently evaluate policy recommendations solely in terms of their capacity to decrease agency costs.³⁹ And the essentialists condemn governance arrangements such as concentrated ownership and dual-class shares, which restrict shareholders' ability to hold managers accountable.⁴⁰ Yet investors also generate costs when they exercise control or hold managers accountable. Because they disregard such costs, agency-cost essentialists have difficulty explaining common features of the governance structures that most firms adopt.

I.A. The Jensen-Meckling Model and Its Extensions.

Although keen observers have been commenting on the problem of agency costs since antiquity,⁴¹ the most influential modern analysis of agency costs in business firms is Jensen and Meckling's 1976 article, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*.⁴² The article employs a simple model of a

gies, in *The Anatomy of Corporate Law*, supra note 18, at 35, 35–37 (introducing owner–management conflict as one of three “generic agency problems” that arise in corporate law).

38 See infra notes 131–137 and accompanying text.

39 See, e.g., infra section IV.B.

40 See, e.g., Bebchuk et al., *Stock Pyramids*, supra note 8, at 296 (noting that when controlling shareholders have limited cash-flow rights, agency costs can be “an order of magnitude larger” than when the controllers hold a majority of cash-flow rights).

41 See John 10:12–13 (New International Version) (“The hired hand is not the shepherd and does not own the sheep. So when he sees the wolf coming, he abandons the sheep and runs away. Then the wolf attacks the flock and scatters it. The man runs away because he is a hired hand and cares nothing for the sheep.”).

42 Jensen & Meckling, supra note 2.

firm owned jointly by an investor and a manager.⁴³ The manager runs the firm while the investor provides capital that, in combination with capital contributed by the manager, enables the firm to achieve economies of scale.⁴⁴ But the use of the investor's capital has a downside. The manager must give the investor a cut of the cash flows that the firm generates, introducing a separation between ownership (the right to cash flows) and control (the right to run the firm).⁴⁵ This separation creates incentives for the manager to engage in self-seeking behavior that reduces the firm's value.⁴⁶ He no longer has incentive to work as hard, as the sharing of cash flows with the investor reduces his marginal returns from working relative to his marginal returns from leisure.⁴⁷ His reduced diligence may, in turn, lead him to make mistakes that a better-motivated manager would avoid. The sharing of cash flows also increases the manager's incentive to divert the firm's resources to himself in the form of perquisites⁴⁸ because he bears only part of the cost of doing so.

Jensen and Meckling used their simple model of a business firm to illustrate the unavoidable tradeoff between economies of scale and agency costs. Economies of scale and agency costs both increase as the firm's manager sells more of the cash flows to the investor in exchange for more capital. The optimal division of cash flows between investor and manager is the one that maximizes economies of scale net of agency costs.⁴⁹ In this way, the Jensen-Meckling model

43 Id. at 312-14.

44 See id. at 312.

45 Id. at 312-13.

46 Id.

47 Id.

48 See id. at 312. For example, the manager is more likely to move his modest office to a nicer building, to hire more underlings so that he can work shorter hours and enjoy being the boss, and to invest the firm's resources in projects in which he has a personal interest.

49 Id. at 319-26 (exploring the relationship between acceptance of outside financing to increase firm size and resulting agency costs).

shows how the tradeoff between scale economies and agency costs determines the size of a business firm.

A second important contribution of the Jensen-Meckling article is its analysis of the various components of agency costs.⁵⁰ Such costs do not consist solely of the direct costs of managerial self-seeking behavior. They also include monitoring costs, which result from efforts by investors to deter managers from shirking and diverting.⁵¹ And they further include bonding costs, which result from efforts by managers to reassure investors that, despite the separation of ownership and control, the managers will work diligently and scrupulously.⁵² Managers rationally incur bonding costs because investors who trust them will charge them less for the use of their capital. Thus, as defined by Jensen and Meckling, agency costs have three components: bonding costs, monitoring costs, and the direct costs of agent misconduct that bonding and monitoring do not prevent.⁵³

The Jensen-Meckling model has been extraordinarily influential.⁵⁴ Delaware courts have used it to frame their analyses of managerial fiduciary duties.⁵⁵ Among scholars of corporate law, agency costs are the focus of debates over controversial topics such as executive compensation,⁵⁶ hostile takeovers,⁵⁷ class actions and derivative

50 Id. at 308–10.

51 Id. at 308 n.9 (noting that monitoring costs result from “efforts on the part of the principal to ‘control’ the behavior of the agent”).

52 Id. at 308.

53 Id. Jensen and Meckling called these direct costs “residual loss.” Id. An example would be the loss of firm value caused by undeterred managerial shirking, net of the private benefit to the manager of that shirking.

54 A Westlaw search of the term “agency costs” yields over 7,000 results. Westlaw, <http://westlaw.com/> (search “agency costs”; then follow “Secondary Sources” hyperlink) (last visited Jan. 28, 2017).

55 See, e.g., *Bird v. Lida, Inc.*, 681 A.2d 399, 402–03 (Del. Ch. 1996) (citing Jensen and Meckling for the proposition that “imperfect alignment of incentives will inevitably lead to excess costs associated with centralized management”).

suits,⁵⁸ director self-dealing,⁵⁹ the role of institutional investors,⁶⁰ the role of activist investors,⁶¹ and shareholder rights to amend corporate

56 See, e.g., Lucian Ayre Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation as an Agency Problem, 17 *J. Econ. Persp.* 71, 71–72 (2003) (referencing the Jensen-Meckling model and noting that “[a]ny discussion of executive compensation must proceed against the background of the fundamental agency problem afflicting management decisionmaking”); Robert J. Jackson, Jr., Private Equity and Executive Compensation, 60 *UCLA L. Rev.* 638, 646 (2013) (citing Jensen and Meckling to support the suggestion that tying executive compensation to firm performance may reduce agency costs by better motivating executives to maximize shareholder value).

57 See, e.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, The Proper Role of a Target’s Management in Responding to a Tender Offer, 94 *Harv. L. Rev.* 1161, 1169 (1981) [hereinafter Easterbrook & Fischel, *The Proper Role*] (emphasizing the role of hostile takeovers “in monitoring the performance of corporate managers” and citing Jensen and Meckling); Ronald J. Gilson, A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, 33 *Stan. L. Rev.* 819, 836–45 (1981) [hereinafter Gilson, *Structural Approach*] (arguing that defensive tactics are inappropriate because of the importance of a “market for corporate control” as a means of reducing agency costs).

58 See, e.g., John C. Coffee, Jr., Understanding the Plaintiff’s Attorney: The Implications of Economic Theory for Private Enforcement of Law Through Class and Derivative Actions, 86 *Colum. L. Rev.* 669, 680 & n.30 (1986) (noting the “high ‘agency costs’ associated with class and derivative actions” and citing Jensen and Meckling); Jonathan R. Macey & Geoffrey P. Miller, The Plaintiffs’ Attorney’s Role in Class Action and Derivative Litigation: Economic Analysis and Recommendations for Reform, 58 *U. Chi. L. Rev.* 1, 19–26 (1991) (applying Jensen and Meckling’s theory to class and derivative actions); Elliot J. Weiss & John S. Beckerman, Let the Money Do the Monitoring: How Institutional Investors Can Reduce Agency Costs in Securities Class Actions, 104 *Yale L.J.* 2053, 2064–66 (1995) (analyzing agency-cost issues and the misalignment of incentives between plaintiffs’ attorneys and plaintiff classes in securities class actions).

59 See, e.g., Ronald J. Gilson & Reinier Kraakman, Reinventing the Outside Director: An Agenda for Institutional Investors, 43 *Stan. L. Rev.* 863, 867 & n.11 (1991) (discussing agency costs that exist when a corporate-governance system balances management discretion and safeguards against abuse).

60 See, e.g., Black, *supra* note 27, at 887 (“Procedural reform can facilitate shareholder action, but oversight will occur only if the costs of monitoring are less than the benefits from reducing the agency costs that flow from the separation of ownership and control in our large companies.”); John C. Coffee, Jr., Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor, 91 *Colum. L. Rev.* 1277, 1283–84 (1991) (“Not only do the same problems of agency cost arise at the institutional investor level, but there are persuasive reasons for believing that some institutional investors are less accountable to their ‘owners’ than are corporate managements to their shareholders.”).

61 See, e.g., Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, The Agency Costs of Agency Capitalism:

bylaws and charters.⁶² Inspired by Jensen and Meckling, many scholars assert that corporate law should be reformed to give more power to shareholders. For example, such scholars condemn corporate-governance structures that insulate incumbent managers against hostile takeovers and activist hedge funds.⁶³ And they apply similar reasoning to the conflict between controlling shareholders and minority shareholders, focusing on the potential for controllers to oppress the minority.⁶⁴

I.B. The Blind Spots of Agency-Cost Essentialism.

By necessity, models make simplifying assumptions that limit

Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights, 113 Colum. L. Rev. 863, 870–71 (2013) (referencing the Jensen-Meckling model to contextualize an analysis of agency costs that arise with activist investors); Marcel Kahan & Edward B. Rock, Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control, 155 U. Pa. L. Rev. 1021, 1048 (2007) [hereinafter Kahan & Rock, Hedge Funds] (noting that agency costs might limit mutual funds’ “ability to act as effective monitors”); Mark J. Roe, Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom, 68 Bus. Law. 977, 1005 (2013) (referencing short-term distortions that are internal to corporations as the result of the manager–investor dichotomy).

62 See, e.g., Bebchuk, Shareholder Power, *supra* note 9, at 903–06 (referencing Jensen and Meckling for the proposition that “high leverage produces its own inefficiency distortions” and citing “shareholder power to make distribution decisions” as a possible solution).

63 See, e.g., Lucian A. Bebchuk, Alon Brav & Wei Jiang, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, 115 Colum. L. Rev. 1085, 1136 n. 99 (2015) [hereinafter Bebchuk et al., Long-Term] (noting scholarly criticism of hedge fund activism); Lucian A. Bebchuk, The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value, 113 Colum. L. Rev. 1637, 1686–87 (2013) [hereinafter Bebchuk, Insulating Boards] (rejecting arguments for board insulation and claiming such isolation produces costs that exceed benefits); Easterbrook & Fischel, The Proper Role, *supra* note 57, at 1198–99 (suggesting that courts should not freely defer to managers who resist tender offers); Gilson, Structural Approach, *supra* note 57, at 845–46 (“[T]he tender offer is crucial because no other displacement mechanism is available without management cooperation.”).

64 For example, a recent paper addresses the risk of self-dealing by controllers by calling for “enhanced-independence directors” who are accountable to minority shareholders. See Lucian A. Bebchuk & Assaf Hamdani, Making Independent Directors Work, 165 U. Pa. L. Rev. (forthcoming May 2017) (manuscript at 63–64), <http://papers.ssrn.com/abstract=2741738> (on file with the Columbia Law Review).

their explanatory reach. The Jensen-Meckling model is no exception. However, in deriving policy prescriptions from it, many scholars have ignored those limitations. As a result, they effectively assume that, at any given scale of production, the only relevant governance goal is to minimize agency costs.⁶⁵ While this is true in the Jensen-Meckling model, it is not true in real business firms.

One of the Jensen-Meckling model's simplifying assumptions is that the manager possesses all *discretionary control rights* – by which we mean rights to select and implement the firm's business strategy. Not only does the investor lack formal power to select the firm's strategy, but he also cannot influence it by, for example, threatening to replace the manager for pursuing a plan the investor thinks unwise.⁶⁶ The investor's only control rights in the model are *duty-enforcement rights*, by which we mean rights to enforce contractual obligations, and judge-made fiduciary duties, designed to deter self-seeking conduct by the manager.⁶⁷ It is the exercise of these rights that generates what Jensen and Meckling called monitoring costs.⁶⁸ By disabling their investor from participating in discretionary control, Jensen and Meckling created a firm that can change along only one dimension: the amount of outside capital.

A second limiting assumption in the model is that no one makes honest mistakes. While the manager does not always advance the interests of the investor, he serves his own interests flawlessly. He

65 See, e.g., Bebchuk et al., *Stock Pyramids*, supra note 8, at 295–96, 314 (examining agency-controlling-minority-structure firms and stating “the case for regulation is made if the agency costs of these structures are large and there is strong evidence of a divergence between private and social benefits in their creation”).

66 See Jensen & Meckling, supra note 2, at 313–14 (assuming investors lack voting rights).

67 For further discussion of such discretionary control rights and duty-enforcement rights, see infra section III.B.

68 See Jensen & Meckling, supra note 2, at 313; see also id. at 308 n. 9 (noting that monitoring “includes efforts on the part of the principal to ‘control’ the behavior of the agent through budget restrictions, compensation policies, operating rules etc.”).

selects the business strategy most profitable to him and execute it without error. Similarly, the investor always exercises his duty-enforcement rights in the manner that minimizes agency costs. In other words, he engages only in *efficient* monitoring. The model thus ignores competence costs. The only costs that matter, at any given scale of production, are conflict costs, resulting from the separation of ownership and control. And these arise only because of actual and potential self-seeking conduct by the manager. In real firms, managers generate costs not just by deliberately shirking and diverting but also by making unwise decisions attributable to a lack of expertise, information, or innate ability.⁶⁹ And investors make such mistakes as well, including by hiring the wrong managers. But such mistakes are not part of the Jensen-Meckling model.

In combination, these two limiting assumptions of the Jensen-Meckling model exclude principal costs. This exclusion is reasonable given Jensen and Meckling's objective, which was to show how agent conflict costs limit a firm's scale of production. Their model achieves this objective elegantly. Moreover, the authors were careful to acknowledge their model's limitations.⁷⁰ Yet many scholars have tried to apply the model to a different question, namely the optimal division of control between investors and managers at any given level of production. And these scholars have concluded, in effect, that minimizing agent conflict costs is the only relevant objective when dividing control rights. Put another way, these agency-cost essentialists effectively assume that the governance structure that minimizes agent conflict costs also maximizes firm value, thereby ignoring the impact of

69 See *infra* section II.A.2 (discussing agent competence costs).

70 See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 351–52 (noting the assumption “that all outside equity is nonvoting” and that a future complete analysis “will require a careful specification of the contractual rights involved on both sides, the role of the board of directors, and the coordination (agency) costs borne by the stockholders in implementing policy changes”); *id.* at 356 (stating the theory “is applicable to a wide range of corporations” even though it is “in an incomplete state” and noting “[o]ne of the most serious limitation[s] of the analysis is ... its application to the very large modern Corporation whose managers own little or no equity”).

governance structure on principal costs. As a result, they consistently advocate mandatory structures that would increase the power of shareholders to hold managers accountable.⁷¹

By disregarding principal costs, agency-cost essentialists have difficulty explaining why, even in a firm whose capital is provided by a single investor, the investor often hires a manager to run the firm. Since the investor provides all funding, the manager is not needed to achieve economies of scale, which is the reason for the separation of ownership and control in the Jensen-Meckling model.⁷² Recognizing this blind spot, some scholars have explained their models with a story along the lines that the entrepreneur provides the idea while the investor provides the money.⁷³ But that story is inadequate, as the investor could, in theory, simply buy the idea from the entrepreneur. (In some firms, of course, that is exactly what happens, but in many others it does not.) Only a model that includes principal costs – starting with principal competence costs – can explain why such investors hire managers.

In addition to scale economies, Jensen and Meckling mentioned a second reason why their model's manager might raise funding from an investor: diversification.⁷⁴ Even if the manager is wealthy enough to capitalize the firm at optimal scale himself, he can diversify away nonsystematic risk by allowing the investor to bear some of that risk instead. However, while the benefits of diversification help explain why investors might pool their funds when capitalizing a firm, they do not explain why those investors often delegate control to

71 See, e.g., Bebchuk, *Shareholder Power*, *supra* note 9, at 851 (arguing that “shareholders should have power, subject to procedural requirements, to initiate and adopt rules-of-the-game decisions to amend the charter or to reincorporate in another state” and explaining why).

72 See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 313.

73 See, e.g., Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, 59 *Rev. Econ. Stud.* 473, 475 (1992); Oliver Hart, *Financial Contracting*, 39 *J. Econ. Literature* 1079, 1079 (2001).

74 Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 313 n. 15.

managers instead of running the firm jointly as copartners. Put more generally, neither of the explanations that Jensen and Meckling offered for capital pooling – scale economies and diversification – explains why investors frequently delegate control instead of sharing it collectively.

A theory of business firms that excludes principal costs also has difficulty explaining why, when investors do delegate control to managers, they often further agree to tie their own hands, voluntarily limiting their own rights to hold managers accountable. The most important accountability right is to replace the manager at will. Agency-cost essentialism suggests that an investor's power to replace a manager is extremely valuable for deterring self-seeking managerial conduct.⁷⁵ Yet many large business firms adopt structures that strictly limit shareholders' power to remove and replace managers. For example, the standard corporate form, which most public firms adopt, generally allows shareholders to replace corporate directors only once per year, at the annual shareholders meeting.⁷⁶ In addition, many firms adopt a staggered board whose members serve three-year terms and cannot be removed mid-term except for cause.⁷⁷ Private equity funds restrict the termination power even further: Investors typically have no right to replace managers, to whom they commit their funds for at least ten years.⁷⁸ Meanwhile, firms such as Google

75 See, e.g., Bebchuk, *Shareholder Power*, supra note 9, at 899–901 (discussing how “insulation from takeover threats results in greater consumption of private benefits by executives”).

76 See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 211(b) (2016).

77 See, e.g., id. § 141(d). In the S&P 500, however, staggered boards have lost prevalence, with only eighty-four companies currently holding staggered elections. Carol Bowie, *ISS 2016 Board Practices Study*, Harv. L. Sch. Forum on Corp. Governance & Fin. Reg. (June 1, 2016), <http://corpgov.law.harvard.edu/2016/06/01/iss-2016-board-practices-study/> [<http://perma.cc/JW5J-YA69>].

78 See Steven N. Kaplan & Per Strömberg, *Leveraged Buyouts and Private Equity*, 23 *J. Econ. Persp.* 121, 123 (2009) (“After committing their capital, the limited partners have little say in how the general partner deploys the investment funds, as long as the basic covenants of the fund agreement are followed.”).

and Facebook have adopted dual-class-share structures that prevent public investors from replacing directors at all.⁷⁹ Agency-cost essentialism, under which investors hold control rights solely for the purpose of deterring managerial misconduct, struggles to explain why investors would place their capital with firms possessing such governance structures.

This shortcoming of an exclusive focus on agency costs can be seen in the Jensen-Meckling model itself. In the model, all of the investor's control rights serve to reduce agent conflict costs, and the exercise of any such right generates monitoring costs.⁸⁰ But the possibility of monitoring costs would not justify restricting the investor's power to exercise control. The model assumes that the investor accurately estimates expected agent conflict costs and otherwise avoids mistakes in the exercise of his control rights.⁸¹ Therefore, he will incur the monitoring costs associated with the exercise of a control right when doing so reduces overall agency costs. In other words, he will

79 See Alphabet Inc. & Google Inc., Annual Report (Form 10-K), at 85 (Feb. 11, 2016); Facebook, Inc., Annual Report (Form 10-K), at 25 (Jan. 28, 2016); Brad Stone, Facebook Will Form 2 Classes of Stock, N.Y. Times (Nov. 24, 2009), <http://www.nytimes.com/2009/11/25/technology/internet/25facebook.html> (on file with the Columbia Law Review); James Surowiecki, Unequal Shares, New Yorker (May 28, 2012), <http://www.newyorker.com/magazine/2012/05/28/unequal-shares> [<http://perma.cc/H8ZW-M7PN>]; Simon C.Y. Wong, Google's Stock-Split Plan Would Replace Stewardship with Dictatorship, Harv. Bus. Rev. (Apr. 18, 2012), <http://hbr.org/2012/04/googles-stock-split-plan-would/> [<http://perma.cc/B8T9-6YBU>].

80 The original Jensen-Meckling model assumes that managers are homogeneous in their propensity to shirk and divert. See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 314. Given this assumption, replacing the manager would not improve the firm's performance and indeed will reduce its value due to the transaction costs associated with termination and replacement. For this reason, threats by the investor to terminate the manager will not be credible. In order for the termination right to be an effective monitoring device, agents must be heterogeneous in their propensity to act disloyally and investors must be unable to ascertain, at the time they hire the manager, that the manager's propensity is less than the propensity of other, equally competent manager candidates who might become available for hire.

81 See *id.* at 313 ("Prospective minority shareholders will realize that the ownermanager's interests will diverge somewhat from theirs[;] hence the price which they will pay for shares will reflect the monitoring costs and the effect of the divergence between the manager's interest and theirs.").

exercise a control right only when doing so is efficient. For this reason, the model's logic supplies no reason to limit the investor's powers, including the power to replace the manager at will.

Some scholars have invoked the notion of nonpecuniary benefits of control to explain why investors in some firms agree to tie their own hands.⁸² The explanation assumes that managers differ in how much they intrinsically enjoy running the firm, and that managers who are especially fond of control are willing to give up some pecuniary compensation to obtain more of it. Such managers will therefore strike a deal with investors: The investors agree to limitations on their powers to hold managers accountable, in exchange for which the managers give the investors a larger share of the cash-flow rights, which the investors require to be willing to invest in a firm in which agency costs will presumably be high.⁸³

A governance theory in which control-hungry managers trade pay for power may explain the division of control rights in some firms, but it is not a plausible explanation for the full range of governance structures that firms adopt, nor can it explain the financial performance of firms that allocate most control to managers. The theory implies that when returns to both investors and managers are taken into account, firms that tie investors' hands will, as a result of high agent costs, consistently generate lower returns on assets. As, however, we discuss in Part IV, firms with dual-class shares and other manager-empowering governance features do not, on average, deliver lower returns than firms lacking such features.⁸⁴ In short,

⁸² The nonpecuniary benefits of control are an essential part of the Jensen-Meckling model. See *id.* at 312.

⁸³ See Lucian Arye Bebchuk, A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control 3 (Nat'l Bureau of Econ. Research, Working Paper No. 7203, 1999), <http://papers.ssrn.com/abstract=168990> (on file with the Columbia Law Review) (noting the common separation of cash-flow and voting rights and its implications for gaining control).

⁸⁴ See *infra* section IV.A (arguing that there is no correlation across firms between governance structures and financial returns).

agency-cost essentialism, even when supplemented with a theory of managers who are heterogeneous in their love of control for its own sake, explains neither the variety nor the performance of governance structures that firms actually adopt. A satisfying explanation for the governance-control spectrum recognizes that investors can also generate conflict costs and, more fundamentally, that both investors and managers can generate competence costs.

II. Control Costs: The Problems of Competence and Conflict.

To produce firm value – meaning the value of the goods or services that a firm produces minus the cost of the resources it consumes in producing them – someone must exercise control over the firm. Regardless of whether that someone is an investor, a hired manager, or both, the creation of firm value requires that someone select the business strategy and then execute it by hiring (and, when necessary, firing) employees, timing product launches, and so on. Both components – strategy and execution – require control. Therefore, the main benefit of control in business firms, exercised through the efficient use of effort, expertise, and talent, is the creation of firm value.⁸⁵

At the same time, the exercise of control also generates costs that sap firm value. Control costs can be categorized based on whose actions are the source of the cost (principals or agents) and on the problem that explains the cost (incompetence or conflict). With respect to the first distinction, we define principal costs as costs attrib-

⁸⁵ Additionally, the process of creating firm value can generate harmless nonpecuniary benefits, such as the psychic enjoyment of exercising control. See, e.g., Ronald J. Gilson, *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, 119 *Harv. L. Rev.* 1641, 1663–64 (2006) [hereinafter Gilson, *Complicating the Comparative Taxonomy*] (defining nonpecuniary private benefits of control as “forms of psychic and other benefits that, without more, involve no transfer of real company resources and do not disproportionately dilute the value of the company’s stock to a diversified investor”).

utable to the exercise of control by investors, and agent costs as costs attributable to the exercise of control by managers. With respect to the second distinction, we define competence costs as the costs of honest mistakes and of efforts to avoid such mistakes, and conflict costs as the costs of self-seeking conduct and of efficient efforts to prevent such conduct. We refer to *efficient* efforts to prevent self-seeking conduct because a cost resulting from, for example, overspending on monitoring – such as the incurring of \$100 in monitoring expenses to prevent only \$50 in misconduct – would constitute a mistake and should therefore be considered a competence cost rather than a conflict cost.⁸⁶

Combining the two distinctions yields four categories of control costs: principal competence costs, principal conflict costs, agent competence costs, and agent conflict costs. A governance structure that maximizes firm value allocates control in the manner that minimizes the sum of costs across the four categories. Any shift of control among principals and agents entails tradeoffs among the categories, with the net effect of the shift – and thus the optimal control structure – depending on firm-specific characteristics.

Our distinction between principals and agents requires a note of clarification. We generally use the term *principal* to refer to an investor and *agent* to refer to a manager. In many firms, however, this distinction is blurred by the presence of managers who have also contributed capital.⁸⁷ One solution would be to define degrees of “principalness” and “agentness”, but this would probably introduce more complexity than it is worth. To keep things simple, we define agents

⁸⁶ Just as an investor who overspends on monitoring generates principal competence costs, a manager who overspends on bonding generates agent competence costs.

⁸⁷ See Kevin J. Murphy, Executive Compensation: Where We Are, and How We Got There, in 2A Handbook of the Economics of Finance 211, 217–18 (George M. Constantinides, Milton Harris & Rene Stulz eds., 2013) (reviewing the various ways that executive compensation can be measured).

as parties whose share of the discretionary control rights exceeds their share of the cash-flow rights, and principals as parties whose share of the cash-flow rights equals or exceeds their share of the discretionary control rights.⁸⁸ As applied to most corporate-governance structures, these definitions are workable and accord with common usage. Thus, although a principal-agent relationship exists between a corporation's board of directors and its officers, this Essay treats them as a unified agent. If the corporation is widely held, the shareholders are the principals; if instead the firm has a controlling shareholder (holding a control block either of common shares or of the vote-controlling shares in a dual-class share structure⁸⁹), the controller is the agent along with the directors and officers, and the noncontrolling shareholders are the principals.⁹⁰ To be sure, when the parties share power in a more complicated division of control among investors and managers, it is harder to determine who has more control rights than cash-flow rights. But such arrangements are not common enough to negate the utility of the definitions of principal and agent we employ here.⁹¹

We now elaborate upon each of the categories of control cost within our framework.

88 This definition departs from the common-law definition of a principal-agent relationship, which requires as an "essential element" that the principal exercise ultimate control. Restatement (Third) of Agency § 1.01 cmt. f (Am. Law Inst. 2005); see also *Hollingsworth v. Perry*, 133 S. Ct. 2652, 2666–67 (2013) (citing the Restatement for its control requirement). In this Essay's terminology, an investor who has no control rights is still a principal, and a manager who administers the investor's capital is still an agent.

89 See Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 591–92 (describing control-block arrangements and resulting costs).

90 In firms with dual-class shares, the noncontrolling shareholders include the shareholders holding the inferior shares as well as any minority holders of the superior shares. *Id.* at 590.

91 For example, minority shareholders who can affect a voting result (for example, by holding out) are still principals even though, with respect to the specific vote, their share of control may exceed their share of the cash-flow rights.

II.A. Competence Costs.

Standard principal-agent models often skip over a threshold question: Why does the principal hire the agent? If the investor can provide all of the needed capital, the investor could avoid the troublesome separation of ownership and control by running the firm as well. The suggestion that the manager's role in such a firm is to provide the business idea is inadequate, as the investor could buy the idea from the would-be manager.⁹² A more compelling explanation for the separation of ownership and control – the font of all conflict costs – is competence. Investors hire managers who can run a business more competently than they can, thereby increasing firm value.⁹³ Therefore, competence costs – or, more specifically, principal competence costs – are the problem that all governance structures are ultimately designed to solve.

II.A.1 Principal Competence Costs.

By delegating control to managers, investors reduce principal competence costs, at the inevitable price of higher agent costs. Delegation is efficient as long as the principal competence costs thereby avoided exceed the other types of control costs thereby created.

To illustrate this tradeoff, consider a hypothetical investor, Mark, who wishes to use his personal wealth to build a stock portfolio. Although Mark could pick stocks himself, he lacks knowledge of business and finance and thus would make mistakes. He might pick

⁹² See supra note 73 and accompanying text.

⁹³ The idea of relative competence is similar to the well-known concept of the division of labor, according to which workers specialize in different tasks. See Gary S. Becker & Kevin M. Murphy, *The Division of Labor, Coordination Costs, and Knowledge*, in *Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis with Special Reference to Education* 299, 300–01 (3d ed. 1993). While most discussions of the division of labor focus on firms' internal operations, our discussion of competence costs is concerned with firms' governance structures.

stocks that are overpriced, fail to diversify, or incur avoidable taxes. None of these costs would result from a conflict of interests: Mark would be managing his own money and therefore internalizing all benefits and costs of his actions. His mistakes would not, in other words, result from shirking or diverting. They would be *honest* mistakes, resulting from a simple lack of competence.

To reduce the expected costs of his own mistakes, Mark could acquire the requisite expertise and information, but he would then incur opportunity costs.⁹⁴ And he still might make honest mistakes due to cognitive shortcomings, such as overconfidence and a lack of objectivity,⁹⁵ which investment in greater information and expertise might not correct. The costs of Mark's honest mistakes, as well as the costs of his efforts to make fewer mistakes while exercising control, would constitute competence costs – in particular, principal competence costs.⁹⁶ Put generally, principal competence costs can result from a lack of information and expertise (which can be acquired, but at a cost), and also from person-specific cognitive shortcomings (which may not be correctable at any cost).

To reduce principal competence costs, Mark could hire Peggy, a stock-market expert, to manage his portfolio. In this way, Mark would exploit the key economic benefits of the division of labor: He would assign tasks to a person who, perhaps through years of specialization, possesses information and expertise that permit her to make decisions more quickly and with fewer mistakes.⁹⁷ But the mere

94 See generally Jeffrey M. Perloff, *Microeconomics* 186 (6th ed. 2012).

95 See generally Russell B. Korobkin & Thomas S. Ulen, *Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics*, 88 *Calif. L. Rev.* 1051, 1084–102 (2000) (explaining the effects of cognitive biases on behavior).

96 Legal scholars frequently cite differences in expertise and information as reasons that shareholders delegate authority to corporate boards. See, e.g., Donald J. Smythe, *Shareholder Democracy and the Economic Purpose of the Corporation*, 63 *Wash. & Lee L. Rev.* 1407, 1409 (2006) (noting that shareholders frequently lack expertise in, and knowledge of, corporations' business activities and thus are "quite content" to delegate authority to boards and executives).

97 The idea of the division of labor dates to the beginnings of economic theory. See Adam

hiring of Peggy will not eliminate all principal competence costs. Accountability costs, a form of principal competence costs, may arise. Mark is likely to retain certain control rights, such as the right to fire Peggy, in order to hold her accountable in her job performance. If the portfolio's performance under her control is lackluster, Peggy might try to save her job by telling Mark that the underperformance is temporary. At this point, Mark might not know whether Peggy is brilliant and telling the truth or is incompetent and lazy, covering weak performance with lies. In deciding between these possibilities, the very lack of competence in evaluating stocks that led Mark to hire Peggy could impair his evaluation of her performance. He might retain her even though she is bungling or unscrupulous (a false negative), or he might replace her even though she is brilliant and honest (a false positive).⁹⁸ The loss of value from such mistakes reflects principal competence costs.

Less drastically, Mark might force Peggy to submit regular performance reports that distract her from her work yet do little to improve Mark's decisionmaking.⁹⁹ Such overmonitoring would consti-

Smith, *The Wealth of Nations* 3–23 (Edwin Cannan ed., Random House, Inc. 2000) (1776) (describing the origins, benefits, and limitations of the division of labor). Thereafter, the idea was developed to explore tradeoffs associated with specialization. See, e.g., Becker & Murphy, *supra* note 93, at 300–04 (exploring the relationship between specialization and coordination); Patrick Bolton & Mathias Dewatripont, *The Firm as a Communication Network*, 109 *Q.J. Econ.* 809, 810–11 (describing, in the context of information processing, the tradeoff between the efficiencies of agent specialization and increased communication costs); Sherwin Rosen, *Specialization and Human Capital*, 1 *J. Lab. Econ.* 43, 44 (1983) (exploring the relationship between specialization and private incentives). However, this literature, unlike this Essay, assumes that specialization enables all principals and all agents to reach the same levels of competence.

⁹⁸ To protect herself, Peggy might select a portfolio that will never outperform the market but never temporarily underperform it either, or a portfolio composed of stocks whose merits she can easily explain to Mark. See, e.g., Sunil Wahal & John J. McConnell, *Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?*, 6 *J. Corp. Fin.* 307, 326–27 (2000) (concluding “share ownership by institutional investors appears to allow US corporate managers to invest more in projects with long-term payoffs than would direct share ownership by individual investors” because individual investors are “less patient”).

⁹⁹ See Mike Burkart, Denis Gromb & Fausto Panunzi, *Large Shareholders, Monitoring, and the*

tute a principal competence cost as well. The implication is that, as long as principals retain powers to replace agents or otherwise hold them accountable, they will still generate principal competence costs.

The Mark-Peggy relationship illustrates the sources of principal costs that are present even if a principal-agent relationship has only one principal. When principals exist as a group – as they do in a corporation with multiple shareholders – principal competence costs may be even higher. If investors exercise control rights jointly, then each will have to monitor the firm’s operations and acquire the relevant expertise to make informed contributions to collective decisions. Such efforts are themselves competence costs, as their purpose is to avoid honest mistakes. Moreover, the efforts will largely be duplicative, as each investor will, with respect to any particular joint decision, seek to acquire the same expertise and information. It therefore may be efficient for the group to delegate decisionmaking to a collective agent, thereby reducing principal competence costs from duplicative efforts. Costs will fall even further if the selected agent already has the requisite expertise, which will enable the principals to exploit the benefits of specialization. In such a setting, there is a tradeoff between the principal costs that arise from collective decisionmaking and the agent costs that arise if control is concentrated in the hands of an individual acting on behalf of investors as a group.¹⁰⁰

II.A.2. Agent Competence Costs.

Models concerned with the problem of agency costs tend to

Value of the Firm, 112 Q.J. Econ. 693, 693–94 (1997) (presenting a model of the tradeoff between monitoring and managers’ investment incentives); see also Philippe Aghion & Jean Tirole, Formal and Real Authority in Organizations, 105 J. Pol. Econ. 1 (1997) (developing a seminal theory of the allocation of formal and real authority between a principal and an agent, and exploring the tradeoffs among agent incentives, communication costs, and principal control).

¹⁰⁰Group decisionmaking also entails coordination costs. See Hansmann, *supra* note 20, at 277–80 (analyzing the costs of collective decisionmaking).

assume that the only reason managers ever harm their firms is the misalignment of incentives caused by the separation of ownership and control.¹⁰¹ But of course managers also make honest mistakes, generating agent competence costs. The magnitude of the costs will vary with the manager: Intelligent, informed, and unbiased managers make fewer mistakes than dull, ignorant, and biased managers. To return to the Mark-Peggy example, if Peggy picks a bad stock because she uses a flawed evaluation method, her mistake will be a source of agent competence costs. Similarly, if overconfident corporate managers are too optimistic about a proposed project,¹⁰² their decision to devote corporate funds to the project will also generate agent competence costs. As Part III discusses, the types of accountability mechanisms that principals use to reduce agent competence costs tend to differ from those used to reduce agent conflict costs.

II.A.3. A Firm's Total Competence Costs.

The division of control between principals and agents in a firm determines the total level of competence costs, and firm-specific characteristics determine the cost-minimizing division. Because the probability of a mistake depends on the competence levels of individual decisionmakers, investors who are knowledgeable about business matters will typically delegate less control to managers than those who are uninformed.

Competence can be activity specific. A hedge fund manager might be good at picking stocks and managing a portfolio but bad at

101 This is, for instance, the essence of the Jensen-Meckling model. See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 308–10.

102 See Susanna Kim Ripken, Predictions, Projections, and Precautions: Conveying Cautionary Warnings in Corporate Forward-Looking Statements, 2005 U. Ill. L. Rev. 929, 958–65 (explaining manifestations and consequences of managerial overconfidence and optimism bias). See generally Korobkin & Ulen, *supra* note 95, at 1091–92 (explaining the effects of overconfidence biases).

running a company. Similarly, an entrepreneur might be good at identifying business opportunities but bad at managing people. We can expect organizations to allocate control accordingly.¹⁰³

A firm's overall competence in decisionmaking might also depend on the type of business the firm is engaged in. Mistakes are more likely in firms that are complex in terms of size, technology, or geographic scope of operations. Complexity makes honest mistakes more likely and challenges investors by impeding the evaluation of managerial performance.¹⁰⁴ Therefore, when a firm is in a complex industry, its investors are more likely to make mistakes when evaluating managers and deciding whether to replace them.¹⁰⁵ Similarly, when investors use a firm's public stock price as a performance proxy, market imperfections can lead investors to misevaluate managerial competence and loyalty.¹⁰⁶

103 See, e.g., Viral V. Acharya, Marc Gabarro & Paolo F. Volpin, Competition for Managers, Corporate Governance and Incentive Compensation 29 (May 2012) (unpublished manuscript), http://pages.stern.nyu.edu/~sternfin/vacharya/public_html/AGV_paper_110512.pdf [<http://perma.cc/RB9D-N8AP>] (“[W]hen managerial ability is observable and managerial skills are scarce, competition among firms to hire better managers implies that in equilibrium firms will choose lower levels of corporate governance.”).

104 See, e.g., Mustafa Ciftci, Baruch Lev & Suresh Radhakrishnan, Is Research and Development Mispriced or Properly Risk Adjusted?, 26 J. Acct. Auditing & Fin. 81, 97–109 (2011) (presenting empirical evidence suggesting that investors undervalue firms with research-and-development spending); Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms, 80 Am. Econ. Rev. 148, 151 (1990) (observing that the complexity of long-term projects leads managers to pursue short-term projects that are easier for outsiders to evaluate).

105 Managers will account for this risk by limiting investors' right to replace them. This can explain why we observe more dual-class share structures among high-tech firms such as Google, Facebook, and LinkedIn. For a similar analysis, see Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 590 (discussing examples of prominent technology corporations that utilize dual-class share structures and noting that such structures “provide[] the entrepreneur with maximum ability to realize her idiosyncratic vision”).

106 Markets may become imperfect due to misvaluations (e.g., insufficiently informed trading) or limits on arbitrage (e.g., inefficient or myopic markets). See, e.g., Victor L. Bernard & Jacob K. Thomas, Evidence that Stock Prices Do Not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings, 13 J. Acct. & Econ. 305, 308 (1990) (arguing “market-efficiency anomaly is rooted in a failure of information to flow completely into price”); Lynn A. Stout, The Mechan-

Besides differing in probability, control mistakes can differ in magnitude. Important determinants of a mistake's magnitude include the levels of competition in the firm's product market and in the input markets where the firm acquires capital, materials, and employees.¹⁰⁷ A mistake could either bankrupt a firm or barely dent its earnings, depending on whether the markets in which it operates are competitive or monopolistic.¹⁰⁸

As the expected cost (the magnitude multiplied by the probability) of a mistake increases, parties will be willing to expend more effort to prevent it, such as by acquiring more expertise and information.¹⁰⁹ Some mistakes will, however, be unavoidable, in the sense that their expected costs are less than the costs of avoiding them.¹¹⁰

isms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance, 28 J. Corp. L. 635, 653–55 (2003) (describing a “delayed and incomplete market response” to major announcements and discussing real-world factors that limit the power of arbitrage).

107 See, e.g., How Bad Decisions Can Lead to Billion-Dollar Mistakes, Knowledge@Wharton (Feb. 22, 2001), <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/howbad-decisions-can-lead-to-billion-dollar-mistakes/> [<http://perma.cc/RE7F-TY2W>] (noting that a rush at Barings Bank to capitalize on market opportunities caused executives to fail to implement sufficient oversight mechanisms, contributing to the bank's collapse).

108 See, e.g., Douglas A. McIntyre et al., The Worst Business Decisions of All Time, 24/7 Wall St. (Oct. 17, 2012), <http://247wallst.com/special-report/2012/10/17/the-worst-business-decisions-of-all-time/2/> [<http://perma.cc/8374-XHE7>] (providing examples, such as at Motorola, of circumstances in which market changes exacerbated the consequences of bad business decisions).

109 The management-consulting industry is built on this need. See About Us, McKinsey & Company, <http://www.mckinsey.com/about-us/overview> [<http://perma.cc/2XC7-S9VS>] (last visited Nov. 2, 2016) (“McKinsey & Company is a global management consulting firm that serves leading businesses, governments, non-governmental organizations, and not-for-profits. We help our clients make lasting improvements to their performance and realize their most important goals.”).

110 This is the same idea underlying the definition of negligence in the law-and-economics literature. See, e.g., Richard A. Posner, A Theory of Negligence, 1 J. Legal Stud. 29, 33 (1972) (“When the cost of accidents is less than the cost of prevention, a rational profit-maximizing enterprise will pay tort judgments to the accident victims rather than incur the larger cost of avoiding liability.”).

Because mistakes can result from managers' intellectual and emotional endowments, the mistakes might be tolerable if the manager is otherwise competent or is especially good at an aspect of management that is important to the firm. But if the mistakes are unendurable, their prevention might necessitate curtailing the manager's control or hiring a replacement.

II.B. The Byproduct of Competence-Raising Delegation: Conflict Costs.

Conflict costs – the fixation of agency-cost essentialists¹¹¹ – are a derivative form of control costs, as they arise only when investors attempt to reduce competence costs by delegating control to managers. A sole proprietor who runs his own business generates competence costs but not conflict costs.¹¹² Rather, conflict costs – the result of intentional, self-seeking conduct in the operation of a business firm – arise only when parties share control, cash flows, or both.

II.B.1. Principal Conflict Costs.

Principal conflict costs result from investor self-seeking conduct attributable to the separation of ownership and control. While they can arise even when a business relationship has just one principal (along with one or more agents), they are more likely to be a significant problem when a firm has multiple principals with conflicting interests.

¹¹¹ See supra note 18 and accompanying text.

¹¹² But see Robert Louis Stevenson, *Strange Case of Dr. Jekyll and Mr. Hyde* (Canongate 1986) (1886). We assume that real-world actors do not suffer from internal conflicts of the Jekyll-and-Hyde variety.

Scholars have described several sources of conflict among shareholders, including differing investment horizons¹¹³ and needs for cash payouts,¹¹⁴ empty voting,¹¹⁵ and competing outside interests.¹¹⁶ Additionally, when principals form a group, conflict costs arise from collective-action problems such as holdouts,¹¹⁷ rational apathy,¹¹⁸ rational reticence,¹¹⁹ and strategic voting,¹²⁰ all of which are caused by the division of control rights among multiple parties.

113 See José Miguel Gaspar, Massimo Massa & Pedro Matos, *Shareholder Investment Horizons and the Market for Corporate Control*, 76 *J. Fin. Econ.* 135, 138 (2005) (noting that “it does make a difference who the shareholders are” because “managers face a tradeoff between targeting acquiescent short-term shareholders who are not committed to the company and targeting demanding long-term shareholders who can give them a strong hand at a merger negotiation table”).

114 See Deborah J. Lucas & Robert L. McDonald, *Shareholder Heterogeneity, Adverse Selection, and Payout Policy*, 33 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 233, 240–41 (1998) (illustrating the “nature of possible conflicts among shareholder clienteles about the firm’s dividend/repurchase policy”).

115 Henry T.C. Hu & Bernard Black, *The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership*, 79 *S. Cal. L. Rev.* 811, 816–17, 894 (2006) (discussing the consequences of decisionmaking when separating voting rights from equity ownership).

116 See, e.g., Bainbridge, *Shareholder Disempowerment*, *supra* note 34, at 1745 n.54 (explaining that shareholder interests are “insufficiently homogenous to allow the use of shareholder-centered, consensus-based forms of corporate decisionmaking”).

117 See Zohar Goshen, *Controlling Strategic Voting: Property Rule or Liability Rule?*, 70 *S. Cal. L. Rev.* 741, 753–56 (1997).

118 See Adolf A. Berle Jr. & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* 86–87 (1932) (describing minority shareholders’ lack of influence in dispersed ownership situations, which causes them to abstain from voting or assign their vote to a proxy); Bainbridge, *Shareholder Disempowerment*, *supra* note 34, at 1745.

119 See Gilson & Gordon, *supra* note 61, at 889–95 (addressing the reasons that “[m]utual funds and other for-profit investment managers are almost uniformly reticent”).

120 See Lucian Arye Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 *Harv. L. Rev.* 1693, 1720–23 (1985) [hereinafter *Bebchuk, Undistorted Choice*] (describing shareholders’ considerations in making a tender decision); Jeffrey N. Gordon, *Ties that Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, 76 *Calif. L. Rev.* 3, 47–55 (1988) (“[A]pproval of a recapitalization can be driven by strategic considerations that distort shareholder choice rather than by a collective judgment that approval is optimal for public shareholders.”).

To obviate principal conflict costs, investors often transfer control to a common agent.¹²¹ As an illustration, suppose that a group of investors hires Peggy to manage the group's investments and that Peggy identifies an investment project that would tie up the investors' capital for several years but ultimately generate a superior return. It is in the investors' collective interest that Peggy pursue the project.¹²² However, suppose further that, one year into the project, Mark needs an immediate cash distribution. If Mark could force such a payout, and the fund must therefore liquidate the long-term project prematurely, he will impose a loss on the other investors. Such a loss would constitute a principal conflict cost. Anticipating this possibility, the investors might collectively agree to waive their liquidation rights for fixed periods.¹²³ But by waiving this control right, they would lose a device for holding Peggy accountable.

The goal of reducing both principal conflict costs and principal competence costs similarly explains why investors in public corporations delegate control to managers. To see this, imagine a widely held public corporation called Direct Democracy Company. Per its charter, any of its thousands of constantly changing shareholders may, at any time, use its website to propose a change in its business strategy. Once a proposal appears, holders of a simple majority of shares can approve it by online voting.¹²⁴ The corporation has man-

121 See generally Kenneth J. Arrow, *The Limits of Organizations* 69–70 (1974) (noting that when a group of principals has conflicting interests, the principals prefer that decisions be made through delegation rather than by consensus).

122 See generally Richard Brealey et al., *Principles of Corporate Finance* 105–09 (11th ed. 2014) (explaining the concept of net present value).

123 Indeed, this is the common structure of private equity funds. See Kaplan & Stromberg, *supra* note 78, at 123. For the historical development of the capital lock-in feature in corporations, see Giuseppe Dari-Mattiacci et al., *The Emergence of the Corporate Form* 4–20 (Amsterdam Ctr. for Law & Econ., Working Paper No. 2013-02, 2013), <http://ssrn.com/abstract=2223905> (on file with the Columbia Law Review).

124 The Delaware General Corporation Law authorizes this type of governance structure for corporations, permitting the certificate of incorporation to provide for management directly by

agers, but their only task is to implement business plans that the shareholders endorse. Circumscribing the managers' discretion in this way would undoubtedly limit agent costs. But how likely is it that Direct Democracy Company would succeed? Because its shares are widely held, its shareholders would have dispersed views, conflicting interests, and differing investment horizons.¹²⁵ They also would face collective-action and coordination problems because most shareholders would own only a small fraction of the corporation, which each shareholder would view in the context of a diversified portfolio.¹²⁶ Further, the shareholders would not be privy to most of the relevant information possessed by the firm's managers, as posting all inside information on the company's website would compromise the firm's competitive position. Under such conditions, the two sources of prin-

shareholders rather than the board. See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2016) (vesting management of the corporation's "business and affairs" in the board "except as may be otherwise provided ... in the certificate of incorporation" and further allowing management authority to be vested in "such person or persons as may be provided in the certificate of incorporation"). For closely held corporations, Delaware law explicitly authorizes shareholder management, although it suggests various additional requirements. *Id.* at § 351. Some forms of business organization, such as the partnership and limited liability company, provide for management by partners or members as a default rule. See, e.g., Unif. P'ship Act § 401(h) (Nat'l Conference of Comm'rs on Unif. State Laws 2013) ("Each partner has equal rights in the management and conduct of the partnership's business."); Unif. Ltd. Liab. Co. Act §§ 407(a)–(b) (Nat'l Conference of Comm'rs on Unif. State Laws 2013) (providing that a limited liability company is "member-managed" by default and vesting "management and conduct" of member-managed companies in the members).

125 See *supra* notes 113–116 and accompanying text.

126 Diversified investors who hold a small fraction of the equity of numerous companies are rationally apathetic about management decisions. While the rise of institutional investors, which hold large positions in many companies and are devoted to overseeing their investments, might suggest a decline in apathy, these investors have proven to be reticent to interfere with management. See Gilson & Gordon, *supra* note 61, at 889–95 (explaining how institutional investors such as mutual funds and public funds undervalue their voting rights because of a divergence between their interest in relative firm performance and shareholders' interest in absolute performance); see also Kahan & Rock, *Hedge Funds*, *supra* note 61, at 1057–62 (citing low pay and incentives, political constraints, and conflicts of interest as factors that keep public funds from pursuing aggressive activist strategies).

principal costs – competence costs and conflict costs – would most likely consume all of the firm’s potential value. It is thus unsurprising that widely held firms never adopt this governance structure. Rather, structures that give equity investors direct control over strategic decisions are found only in sole proprietorships, small partnerships, and some closely held corporations.¹²⁷ State law recognizes the costs of direct democracy in business corporations by vesting management of a corporation’s business and affairs in the board of directors,¹²⁸ and federal law follows suit by permitting public firms to exclude from annual proxy statements shareholder proposals related to the company’s ordinary business operations, even if the proposals are framed in precatory terms.¹²⁹

II.B.2. Agent Conflict Costs.

Agent conflict costs – which are what Jensen and Meckling, in disregard of competence costs, simply called agency costs¹³⁰ – are byproducts of principal costs: They arise when investors, in order to reduce principal costs, delegate control. Corporate law scholars have identified a wide variety of behaviors that are sources of agent con-

¹²⁷See, e.g., Robert W. Hillman, *Power Shared and Power Denied: A Look at Participatory Rights in the Management of General Partnerships*, 1984 U. Ill. L. Rev. 865, 865–66 (discussing the participatory rights of partners); Venky Nagar, Kathy Petroni & Daniel Wolfenzon, *Governance Problems in Closely Held Corporations*, 46 J. Fin. Quantitative Analysis 943, 943–47 (2011) (measuring the effects of shareholder participation in closely held firms).

¹²⁸Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a); cf. Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. Rev. 547, 557–59 (2002) (positing that centralized decisionmaking is a response to collective-action problems).

¹²⁹17 C.F.R. § 240.14a-8(i)(7) (2016); see also Reilly S. Steel, Note, *The Underground Rulification of the Ordinary Business Operations Exclusion*, 116 Colum. L. Rev. 1547, 1558–59 (2016) (arguing that the ordinary-business-operations exclusion tracks the distinction under state law between the roles of shareholders and managers).

¹³⁰See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 308–10.

flict costs, including entrenchment,¹³¹ merging for size,¹³² merging for diversification,¹³³ excessive or inefficient pay,¹³⁴ self-dealing,¹³⁵ tunneling,¹³⁶ and options backdating.¹³⁷ All such actions are forms of shirking or diverting, and all occur when managers do not own the rights to all of their firms' cash flows and thus do not bear the full costs of their decisions when they exercise control.

II.B.3. A Firm's Total Conflict Costs.

What causes some firms to incur greater conflict costs than others? The expected magnitude of self-seeking conduct by investors and managers – and thus the expected conflict costs – depends on these parties' incentives, opportunities, and proclivities. As Jensen and Meckling demonstrated, incentives depend on the allocation of cash-flow rights: The temptation to shirk and divert rises as one's share of cash flows falls.¹³⁸ A party's opportunity to misbehave, in

131 See Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments, 25 J. Fin. Econ. 123, 123–24 (1989) (discussing how managers “counter disciplinary forces by entrenching themselves”).

132 See William J. Baumol, On the Theory of Expansion of the Firm, 52 Am. Econ. Rev. 1078, 1078 (1962) (noting “management's occupation with growth”).

133 See Yakov Amihud & Baruch Lev, Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers, 12 Bell J. Econ. 605, 615–16 (1981) (analyzing diversification as an explanation for conglomerate mergers).

134 See Bebchuk & Fried, *supra* note 56, at 88–89 (weighing the costs to shareholders when managers influence their own pay).

135 See Austin W. Scott, The Fiduciary Principle, 37 Calif. L. Rev. 539, 544–45 (1949) (discussing breaches of fiduciary duties in self-dealing transactions).

136 See Vladimir Atanasov, Bernard Black & Conrad S. Ciccotello, Unbundling and Measuring Tunneling, 2014 U. Ill. L. Rev. 1697, 1698–99 (examining four types of tunneling and evaluating their effects on firm performance).

137 See Erik Lie, On the Timing of CEO Stock Option Awards, 51 Mgmt. Sci. 802, 803–04 (2005).

138 See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 314.

turn, depends on the allocation of control rights,¹³⁹ the type of firm,¹⁴⁰ and the intensity of market competition.¹⁴¹ Finally, proclivities matter: Some people are naturally more honest than others or derive less pleasure from taking time off or flying in a private jet. Given that all of these factors affect the probability and magnitude of self-seeking behavior, the expected sum of conflict costs is firm-specific. For example, conflict costs will be relatively high in a firm in a noncompetitive industry in which investors have delegated most of the control rights, but only a small fraction of the cash-flow rights, to a manager who is dishonest and lazy. Opportunities to deter misconduct through monitoring and bonding, which are also sources of conflict costs, will be firm-specific as well.¹⁴²

139The scope of authority, the bonding and monitoring methods employed, and other devices for curtailing control can limit the agent's ability to get away with shirking or diverting, but, at the same time, they will decrease the agent's ability to manage efficiently. See, e.g., Ricardo Alonso & Niko Matouschek, *Optimal Delegation*, 75 *Rev. Econ. Stud.* 259, 263–67 (2008) (offering a formal model of the delegation dilemma—delegating more control rights to an agent results in higher agent costs yet higher performance, while delegating fewer control rights to an agent results in lower agent costs yet lower performance).

140For instance, firms that are “cash cows” offer many opportunities to divert tangible assets, whereas growth firms that own mostly intellectual property offer fewer opportunities to divert assets. See, e.g., Michael C. Jensen, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, 76 *Am. Econ. Rev.* 323, 323 (1986) (“Conflicts of interest between shareholders and managers over payout policies are especially severe when the organization generates substantial free cash flow. The problem is how to motivate managers to disgorge the cash rather than investing it at below the cost of capital or wasting it on organization inefficiencies.”).

141As a general principle, a monopolistic firm can survive higher levels of conflict costs than can a firm in a competitive market. See, e.g., Julia Chou et al., *Product Market Competition and Corporate Governance*, 1 *Rev. Dev. Fin.* 114, 115–16 (2011) (finding that “corporate governance quality has a significant effect on performance only when competition is weak” and concluding that “fear of liquidation compels managers to put forth their best efforts for their firms”); María Guadalupe & Francisco Pérez-González, *Competition and Private Benefits of Control* 26 (Mar. 2010) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=890814> (on file with the Columbia Law Review) (finding that product-market competition “significantly and consistently affects ... estimates for the value of being in control”).

142As the level of misconduct depends on the personal characteristics of the actor, the type of firm, and the level of market competition, so do efforts to reduce misconduct.

II.C. Synthesis: The Control-Cost Matrix.

	Competence Costs	Conflict Costs
Principal	<ul style="list-style-type: none"> - Lack of expertise - Inadequate information - Lack of intelligence - Poor emotional control - Duplicative efforts - Coordination problems - Cognitive myopia 	<ul style="list-style-type: none"> - Collective-action problems - Reneging on promises - Rational apathy - Rational reticence - Holdouts - Empty voting - Different horizons
Agent	<ul style="list-style-type: none"> - Lack of expertise - Inadequate information - Lack of intelligence - Poor emotional control - Overconfidence bias - Optimism bias 	<ul style="list-style-type: none"> - Shirking (reduced effort) - Diverting (self-dealing) - Option backdating - Entrenchment - Merging for size - Merging for diversification - Excessive or inefficient pay

The table lists specific sources of each of the four types of control costs. When a sole proprietor delegates no control to managers, the only potential control costs are principal competence costs (at top left in the table). When investors form a group, such as in a partnership, principal conflict costs (at top right in the table) are also possible. If those investors instead delegate all control rights to a manager, such as in a foundation or trust,¹⁴³ principal costs are avoided, but agent competence costs and agent conflict costs (the two bottom cells in the table) become possible. Finally, when investors share control with managers, as in most business corporations, the exercise of control can generate all four types of control costs.

¹⁴³See, e.g., Henry Hansmann & Steen Thomsen, *Managerial Distance and Virtual Ownership: The Governance of Industrial Foundations* 5–6 (European Corp. Governance Inst., Working Paper No. 372, 2013), <http://ssrn.com/abstract=2246116> (on file with the Columbia Law Review) (describing and analyzing industrial foundations' performance and functions).

III. Theory of Principal Costs.

Because control costs decrease firm value, and the allocation of control rights determines the level of control costs, the parties who share a firm's cash flows have a collective interest in selecting a governance structure that minimizes total control costs: the sum of principal competence costs, principal conflict costs, agent competence costs, and agent conflict costs. We therefore can presume that, absent a market failure or prohibitive transaction costs,¹⁴⁴ each firm has a governance structure that suits its firm-specific characteristics.

III.A. The Tradeoff Between Principal Costs and Agent Costs.

The allocation of control rights in a firm is a zero-sum proposition. Any reallocation of control rights reduces the power of some parties while increasing the power of others. Consider, for example, control over the firm's business plan. Business planning can be divided into three components: proposing the plan, adopting it, and implementing it. Investors could retain control over all three components, or they could delegate responsibility for one or more components to managers. Moreover, if they delegate control to managers, they could retain the right to select the managers themselves. Alternatively, they could delegate that right too, making management self-perpetuating. What investors cannot do, however, is retain full and

¹⁴⁴See Victor Brudney, *Corporate Governance, Agency Costs, and the Rhetoric of Contract*, 85 *Colum. L. Rev.* 1403, 1404–05 (1985) (noting that, under conventional assumptions, performance of a contract will make all parties better off unless there is a market failure); R.H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 *J.L. & Econ.* 1, 15–19 (1960) (discussing the effect of transaction costs); Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The End of History for Corporate Law*, 89 *Geo. L.J.* 439, 467 (2001) [hereinafter Hansmann & Kraakman, *End of History*] (mentioning market failure as a possible cause of managerialism); Michael Klausner, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 *Va. L. Rev.* 757, 769–70 (1995) (describing different types of market failure).

final authority over particular decisions while simultaneously delegating full and final authority over those decisions to managers.

While the division of control *rights* in a firm is zero-sum, the impact of that division on control costs is not. Some divisions are more efficient than others. We can conceptualize various divisions of control along a range that begins with 100% control for investors and ends with 100% control for managers. As investors delegate along this spectrum, transferring more control to managers, principal costs fall but agent costs rise; shifting control from managers to investors has the opposite effect. But the impact of such movements on principal costs and agent costs need not fully offset: Shifting control from investors to managers might decrease principal costs more than it increases agent costs. In theory, there is a point along the control spectrum at which the sum of principal and agent costs is at a minimum – a point achieved by a particular governance structure that varies across firms.

As an illustration, imagine a firm in which investors hold 100% of the control rights and are deciding whether to delegate 1% of those rights to managers. Delegation would decrease expected principal costs – assume by \$100. And it would increase expected agent costs, but perhaps not by as much – assume by \$50. Therefore, delegation of 1% of the control rights would increase firm value by \$50. It follows that the investors will favor the delegation: As holders of the cash-flow rights, they capture the increase in firm value that the delegation achieves.

It is possible that delegation in some firms continues to be efficient across the entire delegation range.¹⁴⁵ In those firms, we can expect investors to delegate all control rights to managers, as the sum of principal costs and agent costs reaches its nadir when the manag-

¹⁴⁵For instance, we can expect such a tradeoff in firms with complex technologies (such as Google, Facebook, and LinkedIn) or with complex and unique business strategies (such as Berkshire Hathaway). In these firms, principal costs are expected to be very high.

ers have full control. Such firms would achieve their maximum value by selecting a governance structure, such as the dual-class share structure, that assigns a high degree of control to managers.¹⁴⁶

At the opposite extreme are firms in which delegation increases total control costs throughout the delegation range. In such firms, any incremental transfer of control to managers increases expected agent costs more than it reduces expected principal costs. Such firms minimize control costs by placing all control in the hands of investors. If they were public companies, they would adopt governance structures resembling direct democracy.¹⁴⁷ Because public companies never actually adopt such structures, we can be confident that firms large enough to go public never have such a relationship between principal and agent costs. Instead, this relationship seems to exist exclusively in smaller firms such as sole proprietorships, as well as partnerships in which the partners retain full control over business decisions.¹⁴⁸

Finally, there are many firms in which delegation is initially cost effective but eventually becomes inefficient as more control is shifted to managers. These firms maximize value by adopting governance structures that delegate a large measure of control to managers but also empower the investors to hold the managers accountable. One such structure is the corporation with dispersed ownership.¹⁴⁹

III.B. Delegation and Accountability Rights.

While control structures differ in terms of the degree of dele-

146See Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 590–91 (explaining the potential benefits of the dual-class share structure for firms in which managerial “idiosyncratic vision” is important).

147See *supra* notes 124–129 and accompanying text.

148See, e.g., Royston Greenwood & Laura Empson, *The Professional Partnership: Relic or Exemplary Form of Governance?*, 24 *Org. Stud.* 909, 916–17 (2003) (explaining the success of partnerships of professionals).

149See Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 589.

gation, they also differ in the form that delegation takes.¹⁵⁰ In particular, structures vary in terms of the types of control rights that investors retain in order to hold managers accountable in their exercise of delegated control. There are many types of retained accountability rights; we limit ourselves here to identifying some of the most prominent examples and discussing their relationship to the distinction between competence costs and conflict costs.

Retained accountability rights can usefully be divided into two general categories: duty-enforcement rights and discretionary rights. Duty-enforcement rights permit a principal to sue an agent for breach of a restriction on the agent's exercise of control. The source of the restriction could be a statute (such as a general incorporation law¹⁵¹), a contract (such as a bond indenture with covenants¹⁵²), or the common law (such as the law of fiduciary duties,¹⁵³ which requires agents to disclose conflicts of interest, refrain from self-dealing, and make decisions on an informed basis¹⁵⁴). In addition, the restriction can take the form of a standard, such as the duty to act in good faith,¹⁵⁵ or

150 Delegation can occur along multiple dimensions. One dimension is temporal: Investors might give a measure of control to managers only for a fixed term. Delegation can also depend on the type of decision: Investors might entrust managers with day-to-day operations but not strategic planning. In addition, investors can retain the power to select only some managers, such as a corporation's directors, while allowing those managers to select the subagents, such as the CEO and other officers.

151 See, e.g., Del. Code Ann. tit. 8, § 141 (2016).

152 See Clifford W. Smith, Jr. & Jerold B. Warner, *On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants*, 7 J. Fin. Econ. 117, 151 (1979) ("The debt contract typically gives the firm a strong incentive to live up to the restrictive covenants: any breach of the covenants is considered an act of default.").

153 See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 808 (Del. 1984) (holding that pre-suit demand on the board in the context of a derivative suit is "excused where facts are alleged with particularity which create a reasonable doubt that the directors' action was entitled to the protections of the business judgment rule").

154 These duties are, of course, the basis for corporate law's duties of loyalty and care. See, e.g., William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., *Function over Form: A Reassessment of Standards of Review in Delaware Corporation Law*, 56 Bus. Law. 1287, 1290–91 (2001).

155 See *In re Walt Disney Co. Derivative Litig.*, 906 A.2d 27, 62–68 (Del. 2006).

a rule, such as a covenant that specifies a firm's maximum leverage ratio.¹⁵⁶

Regardless of the form that a duty-enforcement right takes, the process for the right's creation and enforcement is the same: First, a restriction on the agent's exercise of control is established; second, the agent violates the restriction; third, the principal sues for relief. Although principals have discretion over whether to *seek* relief, they do not have discretion over whether to *grant* relief: That discretion is vested in a court, which decides whether the agent violated the applicable rule or standard.

The primary function of duty-enforcement rights is to reduce conflict costs.¹⁵⁷ Such rights are not normally used to reduce competence costs, as it is difficult to prove to a judge that a firm's underperformance resulted from unwise managerial decisions rather than bad luck.¹⁵⁸ The deferential business judgment rule reflects judicial reluctance to evaluate managerial competence, as contrasted with managerial loyalty.¹⁵⁹

The second category of retained accountability rights – discretionary control rights – are rights that principals may exercise without first having to prove that the agent violated an established restriction.

156 See Smith & Warner, *supra* note 152, at 131–35 (describing and modeling bond covenants that “indirectly restrict production/investment policy”).

157 These are the rights that Jensen and Meckling probably had in mind when they discussed how the investor in their model might bargain for monitoring rights to reduce the direct costs of agent misconduct. See *supra* text accompanying note 51. Thus, prohibitions on self-dealing are meant to deter diverting, and requirements that agents act only in a well-informed manner (the traditional duty of care) aim to deter shirking.

158 William T. Allen, Jack B. Jacobs & Leo E. Strine, Jr., Realigning the Standard of Review of Director Due Care with Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and Its Progeny as a Standard of Review Problem, 96 Nw. U. L. Rev. 449, 454–55 (2002) (explaining the difficulty of enforcing the duty of care).

159 The business judgment rule provides that disinterested and well-informed corporate directors are not liable to the corporation for making negligent business decisions. See *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 811–13 (Del. 1984).

In the enforcement of such rights, there is no distinction between seeking the relief and granting it: The principals' exercise of discretion encompasses both. Discretionary rights can be collective or individual. Paradigmatic examples of collective rights include the rights of corporate shareholders to select and replace directors¹⁶⁰ and to vote on proposed mergers.¹⁶¹ Individual discretionary rights include the investor's right to withdraw capital from a hedge fund or mutual fund.¹⁶²

Like duty-enforcement rights, discretionary rights can reduce agent conflict costs. But that is not their primary function. Rather, they are used mainly to constrain agent competence costs, as duty-enforcement rights are ill-suited to this task.¹⁶³ Thus, if principals have a

¹⁶⁰See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k) (2016) (providing for the removal of directors by majority shareholder vote). Shareholders exercise such discretionary rights when they vote incumbent directors out of office. Notably, shareholders who wish to elect new directors need not prove in court that the old directors violated some rule or standard—that they self-dealt, acted in bad faith, or were objectively incompetent. The shareholders can act entirely on their own accord. *Id.* (authorizing shareholders to remove directors “with or without cause”). Another example of a discretionary right is the right that most general incorporation statutes give holders of a majority of a corporation's shares to veto a board-approved merger, dissolution, or sale of all assets. See *id.* §§ 251, 271, 275 (providing for procedures of dissolution). Corporate charters can empower shareholders to veto other transactions as well. See *id.* § 141(a). To do so, the shareholders need not establish that the board proposed the transaction in bad faith or because of a conflict of interests; the shareholders may simply decide that the transaction would not be in their best interest. *Id.* Conversely, investors can waive their right to veto fundamental transactions by forming a limited liability company (LLC). See, e.g., Revised Unif. Ltd. Liab. Co. Act § 110 (Nat'l Conference of Comm'rs on Unif. State Laws 2013) (providing that an LLC operating agreement may broadly alter default rules). State LLC statutes do not mandate investor ratification of any particular business transaction, permitting the parties to allocate this control right as they see fit. *Id.*

¹⁶¹See, e.g., Goshen, *supra* note 117, at 749–51 (discussing strategic voting by shareholders and the majority rule).

¹⁶²See John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, 123 *Yale L.J.* 1228, 1252–54 (2014). Each investor can exercise this right unilaterally and purely at the investor's discretion. The investor need not first prove that the fund's managers violated an obligation or fell short of a standard of performance.

¹⁶³The Jensen-Meckling model grants the investor no discretionary control rights precisely

right to replace an agent for incompetence, they may do so without restriction.

Unlike duty-enforcement rights, whose primary function is to mitigate agent conflict costs, discretionary rights reduce both agent conflict costs and agent competence costs; they therefore have greater capacity to curb total agent costs. But there's a catch: They also entail higher principal costs. For example, corporate shareholders with the discretionary power to veto mergers proposed by directors could make honest mistakes that reduce firm value. And a subgroup of shareholders could use the discretionary veto power to extract value from other shareholders by holding out.¹⁶⁴ Duty-enforcement rights, by contrast, are less disruptive of business operations, entailing lower principal costs.¹⁶⁵ Accordingly, they are less effective at reining in agent costs.

As with the overall delegation question – implicating the tradeoff between principal costs and agent costs – the right tradeoff between discretionary rights and duty-enforcement rights is firm-specific. The parties who structure a firm, and who will either receive its cash flows or sell them to others, maximize their wealth when they

because the model assumes away competence costs. The model's manager can act disloyally, but he never makes honest mistakes. See *supra* section I.B.

¹⁶⁴See, e.g., *Schreiber v. Carney*, 447 A.2d 17, 25–26 (Del. Ch. 1982) (holding that a corporation's loan to a shareholder made conditional on its vote in favor of a pending merger was not *per se* illegal).

¹⁶⁵The potential for a duty-enforcement right to disrupt depends on whether it may be exercised only periodically or instead at any time. For example, a mandatory-dividend requirement, which is periodic in nature, does not interfere with managers' power to select and implement the firm's business strategy. It merely limits the managers' control over profits, enabling investors to decide whether to reinvest them with the managers or deploy them elsewhere. Mandatory dividends are often found in master limited partnerships, see, e.g., Matthew J. McCabe, Comment, Master Limited Partnerships' Cost of Capital Conundrum, 17 U. Pa. J. Bus. L. 319, 327 (2014), and in real estate investment trusts, see William Hardin III & Matthew D. Hill, REIT Dividend Determinants: Excess Dividends and Capital Markets, 36 Real Est. Econ. 349, 351 (2008).

select the firm-specific allocation of control rights that minimizes total control costs.

III.C. Understanding the Governance Spectrum.

Agency-cost essentialism can explain neither of the dimensions along which governance structures vary: the degree to which they delegate control to managers, and the degree to which they enable investors to hold managers accountable for the exercise of that control.¹⁶⁶ For example, essentialism cannot explain why, even in wholly-owned firms, investors delegate authority to managers, as doing so creates agent conflict costs, the *bête noir* of the essentialists. Nor can it explain why investors would ever agree to tie their hands, limiting their power to hold managers accountable. Principal-cost theory can explain both.

Under the principal-costs model, investors delegate control to managers to reduce the competence costs, and sometimes the conflict costs, that they would generate if they ran the firm entirely themselves. For example, a highly competent businessperson who owns multiple businesses might hire managers to run some of those businesses if the opportunity costs that the owner would have to incur to avoid mistakes in running those businesses is higher than the opportunity costs that the managers incur. In this way, a model of firm governance that includes principal competence costs can incorporate the economic theory of comparative advantage.

Principal costs also explain why investors often agree to restrictions on their powers to hold managers accountable. A common such restriction is on the power to fire managers.¹⁶⁷ Shareholders in

¹⁶⁶Cf. Arrow, *supra* note 121, at 79 (“Clearly, there is no consensus on the need for responsibility and certainly not on its scope or on the mechanisms for its achievement.”).

¹⁶⁷See Bebchuk, *Insulating Boards*, *supra* note 63, at 1679–81 (explaining the costs associated with board insulation).

business corporations consent to a structure that permits them to replace directors only once per year, absent extraordinary circumstances.¹⁶⁸ Agent-cost theory suggests that shareholders should want the power to replace directors at any point. But once principal costs are also taken into account, at-will director employment is no longer a self-evident ideal.

Understanding why shareholders would voluntarily tie their own hands starts with the observation that the appearance of suboptimal performance by a business firm can have a variety of causes, not all of which call for replacing managers. One potential cause is self-seeking managerial conduct (shirking and diverting) that generates agent conflict costs.¹⁶⁹ A second is imperfections in the performance measurement, such as short-term market mispricing of publicly traded shares.¹⁷⁰ A third possibility is bad luck.¹⁷¹ Finally, suboptimal performance might be due to a pattern of honest managerial mistakes, reflecting agent incompetence. Only the last of these possibilities provides clear grounds for firing managers. If the managers are self-seeking but otherwise competent, the optimal solution might be more monitoring and better pay-based incentives. Imperfect performance measurements, in turn, call for better instruments, while bad luck calls simply for patience. If investors always diagnosed the cause of underperformance accurately, and reliably acted prudently and honestly, there would be no reason for them to agree to limit or waive their power to fire managers. But most investors do not fit this description. Most investors could misattribute disloyalty, bad measure-

168 See *id.* at 1654–56; cf. Del. Code Ann. tit. 8, § 141(k) (2016) (providing that shareholders may remove members of classified boards only for cause unless the charter provides otherwise).

169 See *supra* section II.B.2.

170 See Aydogan Altı & Paul C. Tetlock, Biased Beliefs, Asset Prices, and Investment: A Structural Approach, 69 *J. Fin.* 325, 326 (2014) (identifying overconfidence and overextrapolation as performance-based causes of mispricing by shareholders).

171 In any particular context, even the shrewdest business strategy will have some probability of failure.

ments, or bad luck to incompetence, and then generate principal costs by firing a competent manager.

When investors confront the question whether to replace the managers of an underperforming firm, a complicating factor is that the managers often know more than the investors about why the firm is faltering. The managers will know if they acted disloyally, and they will have a good sense of whether the performance measurement is accurate. Because, however, managers might be dishonest, investors might distrust the explanations they offer. Therefore, investors will rationally expect managers to overattribute poor performance to distorted measurements and bad luck, and underattribute it to incompetence and disloyalty. However, in second-guessing managers, investors will sometimes make honest mistakes: They will sometimes misdiagnose the cause of underperformance and replace managers who are, despite the firm's poor performance, in fact loyal and competent. Notably, the converse problem can also arise: Incompetent investors might fail to fire incompetent managers because good luck or a distorted performance measure makes the managers seem more competent than they really are.

Anticipating the risk of false negatives – of being fired despite their competence – managers could respond in a variety of ways. They could demand a higher salary as compensation for the risk. They also could avoid profitable but complex business strategies that are prone to mismeasurement.¹⁷² In Mark and Peggy's hypothetical principal-agent relationship, Peggy might refrain from picking undervalued stocks that will take time to appreciate in value, instead investing Mark's capital in stocks that follow the market or whose value can be easily explained. Finally, managers might simply refuse to work for investors whom they suspect are incompetent. None of these an-

¹⁷²See, e.g., Mustafa Ciftci, Do Analysts Underestimate Future Benefits of R&D?, 5 *Int'l Bus. Res.*, Sept. 2012, at 26, 35 (finding "analysts underestimate earnings long term growth for [research-and-development]-intensive firms").

ticipatory responses by managers are good for investors, as all force investors to internalize the expected costs of their mistakes.

This discussion suggests that investors and managers have a common interest in selecting a governance structure that minimizes the expected sum of principal costs and agent costs. And this optimal structure might include an agreement by the investors to tie their own hands.¹⁷³ For example, the investors might agree to give managers a long period during which they cannot be fired without cause, emboldening the managers to pursue profitable long-term projects that are subject to short-term mismeasurement.¹⁷⁴

A desire to avoid principal conflict costs is a second reason why investors might accede to limits on their power to replace managers. For example, Peggy might refuse to work for Mark, despite an offer of 50% of the returns from the portfolio while she manages it, if she fears that Mark, in order to capture 100% of the continuing earnings for himself, will opportunistically fire her after she selects a high-value portfolio. Mark might then find it beneficial to guarantee Peggy employment for a minimum period. In essence, Mark would be bonding himself to Peggy with the expectation that the bonding cost is less than the other principal conflict costs thereby avoided. Similarly, in a firm with multiple investors, conflicts between investors with short horizons and those with long horizons would generate principal conflict costs. Such costs would arise if the short-termers pressured management to run the firm in a way that temporarily

173Jack Jacobs, former Justice of the Delaware Supreme Court, has suggested that state incorporation statutes should be amended to allow firms to replace annual director elections with elections every three or five years. Jack B. Jacobs, "Patient Capital": Can Delaware Corporate Law Help Revive It?, 68 Wash. & Lee L. Rev. 1645, 1660–61 (2011).

174In some firms, the investors may require some form of compensation for this voluntary surrender of power. But even when this is true, a mutually agreeable bargain will be possible as long as the value to managers of noninterference exceeds the value that the investors place on the power to interfere. Such a bargain will be possible if, for example, managers believe that they are more competent or loyal than the investors perceive them to be.

boosted its stock prices but reduced its long-term value.¹⁷⁵ By restricting the investors' ability to replace managers except after long intervals, or by eliminating that right altogether, the investors could reduce such conflict costs.

In a division of control negotiated between investors and managers, expected principal costs and agent costs will determine whether, and at what intervals, the investors have the power to replace the managers. Shorter intervals – the extreme form of which is employment at will – correspond to lower expected agent costs but higher expected principal costs; longer intervals – the extreme form of which is lifetime employment – have the converse implications. In this way, principal-cost theory explains why real firms adopt a range of governance structures that differ in (among other structural elements) the frequency with which they allow investors to replace managers.

III.D. Structures Along the Spectrum.

The different degrees of control that investors can exercise over managers produce a spectrum of governance structures. The investor-controlled “direct democracy” sits at one pole, while the manager-controlled corporation with dual-class shares sits at the other.¹⁷⁶

¹⁷⁵Scholars and other commentators have debated whether, and to what extent, this conflict exists in public corporations. The contestants in the debate present both theoretical models and empirical evidence. For arguments criticizing the claim that increased shareholder control elevates the pursuit of short-term value at the expense of long-term value, see Bebchuk et al., *Long-Term*, supra note 63, at 1088–89 (concluding an empirical study does not support the “myopic-activist” claim); Bebchuk, *Insulating Boards*, supra note 63, at 1644 (rejecting the short-termism claim that insulating boards serves long-term value and arguing that shareholders' ability to intervene and engage creates long-term value); cf. Roe, supra note 61, at 1005 (finding no support for claims that short-term trading undermines corporate decisionmaking and concluding that “the evidence that financial markets are excessively short-term is widely believed but not proven”).

¹⁷⁶See Goshen & Hamdani, supra note 14, at 587–88 (explaining “the spectrum of ownership patterns”).

The dispersed-ownership structure, the most common arrangement among American public companies, falls in the middle. The following discussion considers three of the most important governance structures that public firms adopt – the dual-class share structure, the concentrated-ownership structure, and the dispersed-ownership structure – and assesses the tradeoff between principal costs and agent costs struck by each.¹⁷⁷ Other common governance arrangements, such as the standard private equity fund and the traditional partnership, could be slotted at various points along the spectrum.

III.D.1. The Dual-Class Share Structure.

In a corporation with dual-class shares, the controllers are managers who own shares with superior voting rights, while outside investors hold shares with inferior voting rights.¹⁷⁸ Google and Facebook notably went public with this structure.¹⁷⁹ The outside share-

¹⁷⁷Market failure may also explain why some allocate control rights differently. For example, managers may sometimes acquire control rights beyond what is efficient because of informational asymmetries. See generally Joseph E. Stiglitz, *Information and the Change in the Paradigm in Economics*, 92 *Am. Econ. Rev.* 460, 469–70 (2002). Thus, managers might be able to convince investors that a high degree of delegation is appropriate by withholding critical information that would show that they are not as honest or talented as the investors think they are.

¹⁷⁸As an illustration, imagine a firm that has Class A shares with 51% of the votes but only 10% of the cash-flow rights, and Class B shares with 49% of the votes but 90% of the cash-flow rights. The manager-agents would own the Class A shares, and the investor-principals would own the Class B shares. See, e.g., Gordon, *supra* note 120, at 4.

¹⁷⁹See Wong, *supra* note 79. Google and Facebook are unusual dual-class firms in that their managers hold only a small share of the cash-flow rights. See Dan Bigman, *Facebook Ownership Structure Should Scare Investors More than Botched IPO*, *Forbes* (May 23, 2012, 5:40 PM), <http://www.forbes.com/sites/danbigman/2012/05/23/facebookownership-structure-should-scare-investors-more-than-botched-ipo/> (on file with the Columbia Law Review) (noting Facebook founder Mark Zuckerberg “owns about 18% of the company, but controls more than 50% of the voting power” and Google founders Sergey Brin and Larry Page, as of 2012, hold only 21.5% of the “economic share of the company but exercise 73% of the voting power”); see also Steven Davidoff Solomon, *New Share Class Gives Google Tighter Control*, *N.Y. Times: Deal-*

holders of such firms cannot interfere with business decisions or replace the board.¹⁸⁰ And while they can sell their shares, the outside shareholders cannot withdraw their investments from the firm.¹⁸¹ For these reasons, neither activist hedge funds nor hostile raiders can force the managers of a dual-class firm to change their business strategy.¹⁸²

In the absence of direct control mechanisms, investors in dual-class firms discourage self-seeking managerial conduct by giving the managers a large share of the cash flows, typically about 40%.¹⁸³ Still, because the managers directly internalize less than half of the costs and benefits of their actions on the firm's behalf, potential agent costs are high.¹⁸⁴ On the other hand, potential principal costs are minimal, as managers enjoy complete freedom to pursue their strategic visions without fear that investors will mistakenly attempt to fire them for poor performance when they are actually performing well.¹⁸⁵ The use

book (Apr. 13, 2012, 9:17 AM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/04/13/new-share-class-gives-google-founders-tighter-control/> (on file with the Columbia Law Review) [hereinafter Solomon, *New Share Class*] (noting that the proposed plan to issue a third class of shares would ensure Google's founders' continuing control while diluting their economic stake).

180 Cf. Bigman, *supra* note 179 (describing controlling shareholders as “bulletproof”).

181 Sales of a firm's shares in the secondary market do not reduce the firm's capital; they merely shift equity from some investors to others. By contrast, the withdrawal of capital by an investor shrinks the pool of assets under management's control. See Henry Hansmann & Reinier Kraakman, *The Essential Role of Organizational Law*, 110 *Yale L.J.* 387, 393–98 (2000).

182 But see Kobi Kastiel, *Against All Odds: Hedge Fund Activism in Controlled Companies*, 2016 *Colum. Bus. L. Rev.* 60, 90–95 (presenting and analyzing evidence of activist interventions in dual-class firms).

183 See, e.g., Paul A. Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Extreme Governance: An Analysis of Dual-Class Firms in the United States*, 23 *Rev. Fin. Stud.* 1051, 1084 (2010) [hereinafter Gompers et al., *Extreme Governance*].

184 See, e.g., Ronald W. Masulis, Cong Wang & Fei Xie, *Agency Problems at Dual-Class Companies*, 64 *J. Fin.* 1697, 1698 (2009) (“[S]hareholders anticipate that corporate cash holdings are more likely to be misused at companies where insider voting rights are disproportionately greater than cash flow rights”).

185 See, e.g., Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 591 (exploring the benefits of protecting managers' “idiosyncratic vision”); Bel.n Villalonga & Raphael Amit, *Family Control of Firms and Industries*, 59 *Fin. Mgmt.* 863, 901 (2010) (“[F]ounding families retain control when doing so

of a dual-class share structure is a good illustration of the firm-specific nature of corporate governance, as the structure may be well-suited to firms in complex industries such as information technology (e.g., Google,¹⁸⁶ Facebook,¹⁸⁷ and LinkedIn¹⁸⁸), or to firms whose outside shareholders recognize management's unique skills and strategic vision (e.g., Berkshire Hathaway¹⁸⁹). It is nonetheless an extreme option on the governance-structure menu, and it is uncommon among public firms in the United States.¹⁹⁰

III.D.2. The Concentrated-Ownership Structure.

In a firm with concentrated ownership, a single entity (or bloc of investors) controls the corporation by virtue of owning a large number of common shares.¹⁹¹ But there is no division between control rights and cash-flow rights: The controller owns equal portions of both.¹⁹² Thus, unlike the dual-class share structure, the concentrated-

gives the firm a competitive advantage The implication is that nonfamily shareholders in those firms are better off than they would be without family control.”).

186 See Bigman, *supra* note 179.

187 See *id.*

188 See Steven Davidoff Solomon, A Deeper Look at LinkedIn's Structure, N.Y. Times: Dealbook (May 12, 2011, 4:01 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2011/05/12/adeeper-look-at-linkedin-structure/> (on file with the Columbia Law Review).

189 See Alistair Barr, Buffett Defends Newspapers' Dual-Class Shares, MarketWatch (May 5, 2007, 5:15 PM), <http://www.marketwatch.com/story/buffett-defends-dual-classshares-for-newspapers> [<http://perma.cc/L5TH-KA8L>].

190 See Robert Daines & Michael Klausner, Do IPO Charters Maximize Firm Value? Antitakeover Protection in IPOs, 17 J.L. Econ. & Org. 83, 95 (2001) (finding that only 6% of IPO firms comprising a study's sample had dual-class shares); Gompers et al., Extreme Governance, *supra* note 183, at 1057 (noting that only about 6% of publicly traded firms in the United States have a dual-class share structure).

191 See, e.g., Goshen & Hamdani, *supra* note 14, at 564 n. 9.

192 *Id.* at 591–92 (“Unlike in the dual-class structure, equity in a concentrated-ownership structure is issued at a ratio of one share to one vote.”).

ownership structure adheres to the principle of one share, one vote.¹⁹³ Control is not contestable unless the controller holds fewer than 50% of the shares.¹⁹⁴ The controller acts as an agent of minority investors and can directly manage the corporation or appoint professional managers whom it can replace at will.¹⁹⁵

When an agent's control is incontestable, potential principal costs are low but potential agent costs are high. The dual-class share structure and the concentrated-ownership structure have this distribution of costs in common. The two structures diverge, however, insofar as potential agent costs will be lower in the concentrated-ownership structure because the controller typically owns a larger proportion of the firm's cash-flow rights (50% or more) than do the managers of a dual-class firm (who, as noted, usually own about 40%).¹⁹⁶ It is probably for this reason that the concentrated-ownership structure is more common.¹⁹⁷ But the dual-class share structure does have one relative advantage: It allows managers to sell a larger slice of the firm's cash flows to outside investors without compromising their complete control.¹⁹⁸ Therefore, if the managers wish to retain incontestable control

193 *Id.*; see also Sanford J. Grossman & Oliver D. Hart, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, 20 *J. Fin. Econ.* 175, 177–78 (1988) (analyzing the conditions for the optimality of the principle of one share, one vote).

194 When a controlling shareholder holds more than 50% of the shares, an acquirer of all other shares obtains only a minority position in the firm.

195 Cf. Gilson, *Complicating the Comparative Taxonomy*, *supra* note 85, at 1652 (explaining minority shareholders' interests will be served when benefits from the controlling block's monitoring of management exceed the controlling block's private extraction benefits).

196 See *supra* notes 183–184, 194 and accompanying text.

197 See Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes & Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 *J. Fin.* 471, 474 (1999) (finding that concentrated ownership is the dominant structure for large companies worldwide).

198 Interestingly, sometimes even two classes of shares are insufficient to protect control, as Google's creation of a third class of nonvoting shares illustrates. See Tom Hals, *Google Settlement Clears Way for New Class C Stock*, *Reuters* (June 17, 2013, 1:44 PM), <http://www.reuters.com/article/us-google-stockplan-settlement-idUSBRE95G0MU20130617> [<http://perma.cc/GWK9-63MV>].

but have limited personal wealth, the dual-class share structure enables them to raise more capital and thereby achieve greater economies of scale. In this way, the choice between the dual-class share structure and the concentrated-ownership structure will often entail a tradeoff between economies of scale and agent costs.

III.D.3. The Dispersed-Ownership Structure.

Notably, the two governance structures discussed so far do not enable outside investors to oust managers.¹⁹⁹ Investors in firms with those structures can sell their interests, but they have little “voice.”²⁰⁰ The right to fire managers does not emerge on the governance spectrum until we reach the dispersed-ownership structure, the most common structure among public corporations in the United States.²⁰¹

While other governance structures may give managers full control – either indefinitely (as in a dual-class firm) or for a fixed period (as in a private equity fund) – investors can contest control of a dispersed-ownership firm through their voting rights.²⁰² The structure entrusts managers to make the day-to-day business decisions (normally the CEO’s realm of authority²⁰³) as well as major strategic and

199The managers and the controlling shareholder are treated in unity as the agent (i.e., management). See *supra* text accompanying note 37 (defining the concept of management broadly). Clearly, if the controlling shareholder is not also the manager, then the controlling owner—but not the public shareholders—can replace the manager.

200Cf. Solomon, *New Share Class*, *supra* note 179 (discussing Class A and C shareholders at Google, who have fewer voting rights than Class B shareholders).

201See, e.g., La Porta et al., *supra* note 197, at 471.

202For the seminal article, see Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 *J. Pol. Econ.* 110, 112–13 (1965) (“[T]he market for corporate control gives to ... shareholders both power and protection commensurate with their interest in corporate affairs.”).

203See *Principles of Corp. Governance: Analysis & Recommendations* § 3.01 (Am. Law Inst. 1994) (explaining that board-appointed senior executives perform the management duties in public companies).

governance decisions (the board's realm of authority²⁰⁴). But shareholders can veto decisions by the board to merge the firm, sell all of its assets, or dissolve it,²⁰⁵ and they can alter the business plan by replacing the directors.²⁰⁶ The structure therefore entails lower potential agent costs and higher potential principal costs than does either the dual-class share structure or the concentrated-ownership structure.

A shareholder who wishes to change the business plan of a corporation with dispersed ownership normally follows either of two strategies. One strategy, pursued by hostile raiders, is to assemble a control block. Raiders begin a control contest by buying a toehold – about 10% of the outstanding shares – on the open market.²⁰⁷ Then, to build that stake into a majority of shares, they make a tender offer that offers the other shareholders a premium over the market price.²⁰⁸ If the offer is successful, the raider can use the voting power appurtenant to the control block to replace the board and implement a new business plan.²⁰⁹ Alternatively, the raider can decide that the incumbent managers' business vision is fundamentally sound, in which case the raider can leave the managers in place and reap the profits from the course they were already pursuing.

204 See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a) (2016) (establishing expansive board authority as the default rule); Principles of Corp. Governance: Analysis & Recommendations § 3.02.

205 See tit. 8 §§ 251, 271, 275 (requiring majority shareholder approval of board resolutions to merge a corporation or sell substantially all of its assets).

206 This is the essential leverage of hedge fund activism. See, e.g., Kahan & Rock, Hedge Funds, *supra* note 61, at 1029–30 (highlighting the resignation of former Star Gas CEO due to pressure from Third Point Capital).

207 See Ronald J. Gilson, Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, 35 *Stan. L. Rev.* 51, 53 (1982) (considering strategies “to exploit the investment in information”).

208 *Id.*

209 See *id.* (noting that part of the takeover strategy is “to identify a target whose value can be increased by displacing inefficient management”).

The other shareholder strategy for challenging the direction of a corporation with dispersed ownership is to persuade holders of a majority of shares to support the challenger's proposal in a proxy contest. This is the strategy pursued by activist hedge funds.²¹⁰ Like raiders, activist funds typically begin a control contest by acquiring a toehold stake through the stock market.²¹¹ But instead of then making a tender offer, activists initiate, or threaten to initiate, a proxy contest in which they ask other shareholders to support their proposals to replace incumbent directors, increase dividends, or change the firm's capital or governance structure.²¹²

The possibility that a raider or activist fund will contest control of a firm keeps agent costs in check.²¹³ But because raiders and activists sometimes mistakenly target firms whose managers are in fact competent and loyal,²¹⁴ the dispersed-ownership structure – which makes control contests possible – also entails significant principal costs.

Agency-cost theory suggests that governance structures should be arranged vertically, according to their quality, with the structure that minimizes agent conflict costs (direct democracy) on top and the one that maximizes them (dual-class shares) at the bottom. Under principal-cost theory, by contrast, no structure is inherently superior or inferior, as each offers a distinct tradeoff between principal costs and agent costs that may be ideal for a particular firm.

210 See Kahan & Rock, *Hedge Funds*, supra note 61, at 1088–89 (noting that hedge funds “usually seek only minority representation on the board” and “need the support of others”).

211 See, e.g., Gilson & Gordon, supra note 61, at 900.

212 Id.

213 See infra section IV.A.3 (discussing hostile takeovers).

214 See Coffee & Palia, supra note 175, at 583 (noting that target companies often have lower Tobin's Q scores and less “value orientation” but arguing that these metrics are not necessarily “proof of poor managerial performance or high agency costs”).

IV. Principal-Cost Theory Versus Agency-Cost Essentialism: Implications.

Not only does principal-cost theory provide a more compelling explanation for the range of governance structures that firms adopt, but its more comprehensive account of the considerations that shape those structures also yields better empirical predictions and wiser policy prescriptions. The theory's potential implications are numerous; the discussion below addresses implications for several prominent current controversies.

IV.A. Empirical Predictions.

Agency-cost essentialism predicts that, because some governance structures are inherently superior to others, firms that adopt certain structures will consistently generate higher financial returns.²¹⁵ The superior structures are those that most empowers shareholders to exercise control and hold managers accountable.²¹⁶ If a firm adopts a structure that falls short of this ideal, only two explanations are possible. The first involves a kind of deception: Managers have duped investors into funding a firm with a governance feature that, by enabling managers to sacrifice firm value to their private interests, will provide the investors with inferior returns.²¹⁷ The alternative explanation is that the managers have bargained for a structure that indulges

215 See *infra* text accompanying notes 226, 231 (describing agency-cost-essentialist predictions in the context of the division of cash flows and dual-class share structures).

216 See *infra* text accompanying note 236 (discussing such a structural feature—the hostile takeover).

217 See Lucian A. Bebchuk, *Letting Shareholders Set the Rules*, 119 *Harv. L. Rev.* 1784, 1789–91 (2006) (arguing that markets do not impose constraints on management and that shareholders rather than managers bear the costs when firms go public with suboptimal governance structures).

the managers' exceptional fondness for control, for which the managers were willing to give up monetary compensation.

Principal-cost theory makes different predictions. It states that a firm's governance structure is irrelevant unless firm-specific elements are taken into account. If firms were identical and the parties who owned and managed them were interchangeable, then any reallocation of control rights between investors and managers would increase one type of cost and decrease the other type by equal amounts. Since total control costs would not change, the degree of delegation – and hence the governance structure – would be irrelevant. It is only when firms have different attributes that differences in governance structures matter, as each firm aims at finding its optimal structure. Moreover, parties do not structure firms to minimize agency costs; rather, they structure them to minimize the sum of agent costs and principal costs, a firm-specific undertaking. Therefore, there should be no consistent correlation across firms between financial returns and particular structural features. If such a correlation is found, then two explanations are possible. One is that firm-specific attributes, not the particular structural feature, explain the difference in value. Once studies properly control for those attributes, the correlation will disappear. The second possible explanation is that an exogenous shock in the legal, economic, or financial environment has thrown off the balance between principal costs and agent costs, leaving a number of firms with governance structures that no longer suit their attributes. After such a shock, firms will require time to adapt their structures to the changed environment. Any correlation between governance structure and firm value will thus be temporary, which studies of the firms' performance over time will confirm.

It is important to note that principal-cost theory does *not* predict that, even in the absence of exogenous shocks, every firm will always have its ideal governance structure. In other words, the theory is not built upon an assumption that markets are perfectly efficient. At any given moment, and even in the absence of large-scale, exogenous shocks, some firms may have structures that delegate too much

control to managers, while others may have structures that delegate too little. Such structural misfits will be the natural result of transaction costs and of the uncertainty that a firm's organizers inevitably face. Those who structure a firm can only make educated guesses about its future operations, personnel, and other attributes. As the future unfolds and contingencies become certainties, the firm's optimal structure may prove to differ from its selected structure. The firm can then try to make a midcourse correction, but transaction costs and other factors may impede the adaptation process, during which structure-based underperformance will persist.

Such structural gaps will, however, be distributed *randomly*, meaning that they should yield no long-term, discernable correlation between firm value and particular governance features. In other words, when a gap opens between a firm's optimal governance structure and its selected structure, the resulting loss of firm value is just as likely to result from excessive principal costs (reflecting inadequate delegation to managers) as from excessive agent costs (reflecting overdelegation to managers). A random distribution of errors will occur because agent costs and principal costs are both foreseeable to firm organizers, and there is no reason that organizers should systematically underestimate the future magnitude of one type of cost relative to the other, especially when they internalize the costs of selecting a suboptimal structure. Agency-cost essentialism implicitly assumes, by contrast, that firm organizers consistently over-empower managers, meaning that they systematically underestimate agent costs or overestimate principal costs.²¹⁸

The two theories also offer different predictions about what will happen to firms when legal reform imposes a particular structural feature. Agency-cost essentialism suggests that such reform will increase average firm value if the mandatory feature empowers shareholders but decrease average firm value if it disempowers them.²¹⁹

218 See *supra* text accompanying notes 70–71.

219 See *infra* sections IV.A.5–6 (discussing how majority voting and proxy access can reduce agent costs).

Principal-cost theory predicts that such reform will always cause an initial drop in average firm value. Firms that would benefit from the feature will have adopted it already; the law therefore imposes the feature only on firms for which it is inefficient, driving down their values. But the loss should abate over time, as firms can mitigate the impact of a mandatory rule by altering other structural features, their capital structures, and attributes such as their choice of business strategy.²²⁰ By contrast, scholars who focus on agency costs usually take a static view: If a change in the law disempowers shareholders, the resulting loss of firm value will be permanent in magnitude.²²¹

To be sure, the ability of firms to adapt to governance-structure mandates does not mean that the mandates are costless. The process of updating a governance structure requires firms to incur transaction costs that vary depending on whether the necessary adjustment entails, for example, the adoption of a new bylaw (which a board of directors can typically accomplish by resolution), a charter amendment (which requires both a board resolution and a shareholder vote), a change in capital structure or dividend policy, a change in business strategy, a going-private transaction or other change in the identity of investors, or a change in management. Such adaptations can entail significant delay, during which the loss of firm value attributable to the mandate will continue. Finally, the axes along which firms can adjust may only permit a partial correction, leaving a residual loss of firm value that persists indefinitely. In short, principal-cost theory predicts that firms can adjust their control structures and other attributes to *mitigate* the cost of a structural mandate; it does not predict that firms can eliminate the costs of a mandate altogether.

A final difference in predictions pertains to legal reform that permits, but does not require, firms to adopt a new structural feature.

220 See *infra* notes 262–266 and accompanying text (describing a pair of studies that found that companies subject to a Massachusetts law requiring staggered boards initially lost value but rebounded due to their adoption of business strategies focused on research and development).

221 Cf. *infra* notes 298–301 and accompanying text (noting rules favored by agency-cost essentialists for shifting control to shareholders).

If the new option enables firms to disempower shareholders, agency-cost essentialism suggests that self-interested managers will cause their firms to adopt it, driving down average firm value.²²² If, on the other hand, the new option empowers shareholders, firms will shun it, and so the reform will have little effect. The implication is that shareholder-empowering reform must be mandatory to be effective.²²³ Principal-cost theory, by contrast, suggests that the appearance of a new option on the governance-structure menu will always increase average firm value. Firms for which the new option is disadvantageous will ignore it, while firms that would benefit will adopt it, exploiting the opportunity to decrease control costs by better tailoring their governance structures to their particular attributes.

With these general predictions in mind, we consider now several topics in corporate governance that empiricists have studied. As the reader will note, for each of the topics surveyed, the empirical literature offers conflicting findings. The inconclusive nature of the empirical studies contradicts agency-cost essentialism, which predicts that shareholder-empowering governance features will always outperform their alternatives.²²⁴ But conflicting findings make sense within the principal-cost framework when studies differ in the degree to which they control for firm-specific characteristics and for firms' capacities to adjust their structures over time based on changes in internal factors and the external environment.

For each topic, we consider whether the empirical results favor agency-cost essentialism or principal-cost theory. Given the numerous studies in the corporate-governance literature from the last

²²²See *supra* text accompanying notes 45–46.

²²³Or at least the default should be an opt-out provision. See, e.g., Lucian Arye Bebchuk & Assaf Hamdani, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 *Nw. U. L. Rev.* 489, 492–93 (2002) (advocating default rules that restrict management on grounds that “relatively little will be lost because both shareholders and managers will support a charter amendment opting out of [the] inefficient arrangement”).

²²⁴See *supra* notes 70–71 and accompanying text.

forty years, during which agency costs have been the focus, our survey is necessarily abridged. We nonetheless believe it is fair to say that the trends in the empirical literature favor the predictions of principal-cost theory.

IV.A.1. The Division of Cash Flows.

According to the Jensen-Meckling model, allocating more of a firm's cash flows to investors increases agency costs by widening the divide between ownership from control.²²⁵ Based on this observation, some scholars have predicted that firms in which management receives a larger proportion of the cash flows will have higher values.²²⁶ Interestingly, the Jensen-Meckling model itself contradicts this prediction, as it depicts a tradeoff between managerial private benefits and economies of scale, and it predicts that each firm will strike its own, optimal tradeoff.²²⁷ Principal-cost theory yields the same prediction, but for a different reason. Granting a larger proportion of the cash

225 See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 309.

226 See, e.g., Benjamin E. Hermalin & Michael S. Weisbach, *The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*, 20 *Fin. Mgmt.* 101, 111 (1991) (finding that corporate performance increases when management ownership rises to 1% but decreases at higher levels, possibly due to increasing insulation from disciplinary devices that more than offsets the increased alignment of interests between managers and shareholders); Clifford G. Holderness, Randall S. Kroszner & Dennis P. Sheehan, *Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression*, 54 *J. Fin.* 435, 466 (1999) (finding that managerial ownership nonlinearly increases and then decreases in firm volatility); John J. McConnell & Henri Servaes, *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, 27 *J. Fin. Econ.* 595, 604 (1990) (finding that the "ownership structure of equity has an important influence on corporate value"); Randall Morck, Andrei Shleifer & Robert W. Vishny, *Management Ownership and Market Valuation*, 20 *J. Fin. Econ.* 293, 311 (1988) (finding that as board ownership rises, firm value initially increases, then falls, and finally rises slowly again).

227 See Jensen & Meckling, *supra* note 2, at 352 ("[F]orces exist to determine an equilibrium distribution of outside ownership. If the costs of reducing the dispersion of ownership are lower than the benefits ... from reducing the agency costs, it will pay some individual or group of individuals to buy shares ... to reduce the dispersion of ownership.").

flows to managers reduces agent conflict costs but increases principal conflict costs. Given this tradeoff, firms will tailor the division of cash flows to their specific attributes and governance structures, yielding no general relationship between the division of cash flows and firm value.

When the question has been investigated empirically, some studies have found that firm value varies depending on changes in management's share of ownership; from this, the studies' authors have concluded that some arrangements are superior to others.²²⁸ When, however, these studies are corrected for missing controls and other problems, the relationship between the division of cash flows and firm performance tends to disappear, as principal-cost theory predicts.²²⁹

IV.A.2. Dual-Class Shares.

Relative to the dispersed-ownership structure, the dual-class share structure gives more power to management, making it harder for outside shareholders to hold managers accountable.²³⁰ Accordingly, many scholars predict that firms with dual-class shares will perform poorly.²³¹ Taken as a whole, however, the empirical studies do

228 See *supra* note 226.

229 See Harold Demsetz & Belén Villalonga, *Ownership Structure and Corporate Performance*, 7 *J. Corp. Fin.* 209, 211 (2001) (supporting “the belief that ownership structure is endogenous but not the belief that ownership structure affects firm performance”); Demsetz & Lehn, *supra* note 31, at 1176 (finding that “the structure of corporate ownership varies systematically in ways that are consistent with value maximization”); Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard & Darius Palia, *Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance*, 53 *J. Fin. Econ.* 353, 381 (1999) (finding that “it becomes difficult to conclude that changes in firm managerial ownership affect performance” when “firm characteristics and firm fixed effects” are controlled).

230 As mentioned earlier, the management and the controlling shareholder are treated as a unity, as the controlling shareholder can replace management. See *supra* text accompanying note 199.

231 See, e.g., Bebchuk et al., *Stock Pyramids*, *supra* note 8, at 310–11 (“[T]he agency costs

not support this claim.²³² While some studies have linked the dual-class share structure to lower firm value,²³³ others have found no correlation once firm-specific attributes are taken into account,²³⁴ as principal-cost theory predicts. In addition, studies have found that firms that switch from dispersed ownership to dual-class shares experience an increase in value, a result that principal-cost theory can explain but agency-cost essentialism cannot.²³⁵

associated with [controlling-minority-structure] firms increase very rapidly as the fraction of equity cash-flow rights held by controllers declines.”).

232 See Renée Adams & Daniel Ferreira, *One Share-One Vote: The Empirical Evidence*, 12 *Rev. Fin. Stud.* 51, 84 (2008) (surveying the empirical literature on dual-class share structures and concluding that “the findings ... on ownership disproportionality often disagree” and that “simple conclusions may not be possible [because] [o]wnership disproportionality may destroy the value of outside equity in some contexts, but not in others”).

233 See, e.g., Gompers et al., *Extreme Governance*, *supra* note 183, at 1051 (finding that in “single-stage regressions ... strong evidence [exists] that firm value is increasing in insiders’ cash-flow rights and decreasing in insider voting rights” and that in “instrumental variable regressions, the point estimates are similar but the significance levels are lower”); Masulis et al., *supra* note 184, at 1697 (finding that “managers with greater excess control rights over cash flow rights are more prone to pursue private benefits at shareholders’ expense” and that “firm value is decreasing in insider excess control rights”); Scott B. Smart, Ramabhadran S. Thirumalai & Chad J. Zutter, *What’s in a Vote? The Short- and Long-Run Impact of Dual-Class Equity on IPO Firm Values*, 45 *J. Acct. & Econ.* 94, 94 (2008) (finding that “relative to fundamentals, dual-class firms trade at lower prices than do single-class firms, both at the IPO and for at least the subsequent 5 years,” and that “when duals unify their share classes, statistically and economically significant value gains occur”).

234 See, e.g., Renée B. Adams & João A.C. Santos, *Identifying the Effect of Managerial Control on Firm Performance*, 41 *J. Acct. & Econ.* 55, 55 (2006) (“Contrary to the belief that managerial control is purely detrimental, we find that it has positive effects on performance over at least some range.”); Ekkehart Böhrer, Gary C. Sanger & Sanjay Varshney, *The Effect of Consolidated Control on Firm Performance: The Case of Dual-Class IPOs*, in *Empirical Issues in Raising Equity Capital* 95, 95 (Mario Levis ed., 1996) (finding that dual-class IPOs “outperform ... matched single-class counterparts in ... returns” and “accounting measures of firm performance” and concluding that “going public with a dual-class equity structure has net benefits for investors”); M. Megan Parth, *The Creation of a Class of Limited Voting Common Stock and Shareholder Wealth*, 18 *J. Fin. Econ.* 313, 313 (1987) (“There is no evidence that current shareholders are harmed by the creation of limited voting common stock.”).

235 See, e.g., Kenneth Lehn, Jeffrey Netter & Annette Poulsen, *Consolidating Corporate Control: Dual-Class Recapitalizations Versus Leveraged Buyouts*, 27 *J. Fin. Econ.* 557, 557 (1990) (finding

IV.A.3. Takeover Defenses.

Numerous prominent scholars have voiced support for hostile takeovers as a device for disciplining managers.²³⁶ The stronger version of this position is that boards should be completely passive when threatened by a raider, with no recourse to defensive measures.²³⁷ A more moderate view allows defensive measures, but only if used to facilitate an auction of the target.²³⁸

Principal-cost theory implies that hostile raiders can generate costs as well as benefits. By using a tender offer to aggregate shareholder control in the hands of a single individual, a raider does indeed reduce agent costs. At the same time, however, allowing shareholders to accept a tender offer without board approval could generate principal costs. If the shareholders fail to appreciate the true value

that dual-class recapitalizing firms grow faster than firms in a control group, and concluding that “[t]hese results ... illustrat[e] that the method and effects of consolidating corporate control are systematically related to firm attributes”); Valentin Dimitrov & Prem C. Jain, *Recapitalization of One Class of Common Stock into Dual-Class: Growth and Long-Run Stock Returns 1* (Sept. 1, 2004) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=422080> (on file with the Columbia Law Review) (finding that “dual-class recapitalizations are shareholder value enhancing corporate initiatives” and that “stockholders, on average, earn significant positive abnormal returns” following the announcement of the recapitalization, and finding no “evidence of managerial entrenchment”).

²³⁶The leading voice is Professor Henry Manne. See Henry G. Manne, *Cash Tender Offers for Shares—A Reply to Chairman Cohen*, 1967 *Duke L.J.* 231, 236–37 (observing that the threat of raiders encourages managers to manage their companies as efficiently as possible); see also Bebchuk, *Undistorted Choice*, *supra* note 120, at 1765–68 (noting that acquisitions may “produce efficiency gains by ... improving management”); Easterbrook & Fischel, *The Proper Role*, *supra* note 57, at 1169 (noting that a tender offer “polices managers” and “disciplines or replaces them if they stray too far from the service of the shareholders”); Gilson, *Structural Approach*, *supra* note 57, at 844 (observing that the tender offer is the “only displacement mechanism” with the potential to constrain management self-dealing).

²³⁷See Easterbrook & Fischel, *The Proper Role*, *supra* note 57, at 1194–204 (advocating antire-sistance provisions that would prevent management from defeating tender offers).

²³⁸See Gilson, *Structural Approach*, *supra* note 57, at 875–81 (suggesting a rule permitting management actions that facilitate shareholder decisionmaking and prohibiting management actions that interfere with shareholder decisions on tender offers).

of the incumbent managers' strategy, they could tender at an inadequate price, thus giving away the firm's hidden value.²³⁹ The anticipation of such value transfers from public shareholders to raiders may generate principal competence costs by raising firms' cost of equity capital. Similarly, groups of shareholders who would tender their shares because they prefer short-term profits at the expense of long-term returns might generate principal conflict costs by inducing the firm's managers to take expensive self-protective measures.²⁴⁰ Permitting hostile takeovers could thus increase or decrease overall control costs, with the effect varying by firm based on factors such as the personal characteristics of its managers and shareholders, and its industry and competitive environment.²⁴¹ For firms whose management is untrustworthy and whose business is easy for shareholders to understand, allocating control over takeovers to shareholders could reduce total control costs. But for firms whose management is trustworthy and whose business is difficult for shareholders to understand, allocating control to boards could be more efficient.

The same general analysis applies to specific takeover defenses. Consider, for example, poison pills, which impose prohibitive costs on raiders who acquire a large stake in a firm without board approval.²⁴² To circumvent a pill, a raider must take control of the target's board through a proxy fight, which requires time and

239 But see Bernard Black & Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 *Nw. U. L. Rev.* 521, 528–34 (2002) (rejecting the claim of hidden value).

240 See Brian J. Bushee, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, 73 *Acct. Rev.* 305, 305 (1998) (arguing that a high level of institutional ownership by institutions exhibiting high portfolio turnover, diversification, and momentum trading significantly increases managerial incentives to pursue short-term projects).

241 See F.M. Scherer, *Corporate Takeovers: The Efficiency Arguments*, 2 *J. Econ. Persp.* 69, 74–76 (1988) (interpreting an empirical study that used a line-of-business approach to conclude that takeovers do not have uniform effects on targets' long-term value).

242 See Suzanne S. Dawson, Robert J. Pence & David S. Stone, *Poison Pill Defensive Measures*, 42 *Bus. Law.* 423, 426–32 (1987).

money.²⁴³ The pill thus increases board power relative to shareholder power, leading some scholars to condemn it as an entrenchment device that increases agency costs and thus reduces firm value.²⁴⁴ But a pill can also reduce principal costs. Forcing raiders to wage proxy fights can reduce collective-action problems among shareholders,²⁴⁵ and the pill's capacity to encourage competing bids reduces the risk that shareholders will tender at an inadequate price.²⁴⁶ Once again, the net effect on control costs will depend on the specific firm.²⁴⁷ If honest managers are pursuing a business strategy with hidden value, a pill could reduce principal costs more than it increases agent costs.

A second common takeover defense is the staggered board, only one third, rather than the full slate, of whose members stands for election each year.²⁴⁸ The practical consequence of a staggered board is that a raider must win proxy fights at two consecutive annual shareholder meetings to obtain control of the company.²⁴⁹ Proponents ar-

243 See Marcel Kahan & Edward B. Rock, *How I Learned to Stop Worrying and Love the Pill: Adaptive Responses to Takeover Law*, 69 U. Chi. L. Rev. 871, 913 (2002) [hereinafter Kahan & Rock, *Adaptive Responses*] ("To overcome a pill, a hostile raider must replace the board in a proxy contest. In a company with a staggered board, this takes over a year ...").

244 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. Chi. L. Rev. 973, 991–94 (2002) (examining the agency costs of poison pills).

245 Kahan & Rock, *Adaptive Responses*, supra note 243, at 903.

246 See Randall A. Heron & Erik Lie, *On the Use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets*, 79 J. Bus. 1783, 1801–03 (2006) (presenting evidence that poison pills increase bids and deal premiums).

247 See Heron & Lie, supra note 246, at 1794 (noting that responses to unsolicited takeovers differ based on a host of factors, including "the consequence ... for incumbent management, the premium offered to shareholders, management's assessment of firm value, and the target's bargaining power"). That firms do not have a uniform response to poison pills is reflected in the conflicting empirical work on the subject. Compare Michael Ryngaert, *The Effect of Poison Pill Securities on Shareholder Wealth*, 20 J. Fin. Econ. 377, 386–411 (1988) (concluding from empirical evidence that poison pills do not, on average, benefit shareholders), with Heron & Lie, supra note 246, at 1801–03 (presenting empirical evidence that poison pills increase bids and premiums).

248 See Del. Code Ann. tit. 8, § 141(d) (2016).

gue that a staggered board provides stability and permits greater continuity in strategic planning.²⁵⁰ But scholars who focus on agency costs harshly criticize the staggered board as an entrenchment mechanism that, when combined with a pill, makes a firm essentially impervious to raids.²⁵¹ Their campaign against the staggered board has been effective: Over the past decade, Professor Lucian Bebchuk and Harvard Law School's Shareholder Rights Project have persuaded the boards of approximately one-third of all S&P 500 companies to destagger.²⁵² Before this campaign, the majority of S&P 500 companies had staggered boards; now, most do not.²⁵³

Principal-cost theory suggests that staggered boards increase agent costs but reduce principal costs. Due to a lack of information or a misunderstanding of their firm's business model, shareholders will sometimes fail to recognize their firm's hidden value and thus might tender to a raider at an inadequate price. Fearing such mistakes, boards might eschew complex, long-term business strategies that would ultimately deliver higher shareholder returns. Staggered boards make it harder for shareholders to make such mistakes, freeing boards to pursue multiyear strategies.²⁵⁴ As with poison pills,

249 *Air Prods. & Chems., Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 114–15 (Del. Ch. 2011) (noting that the Delaware Supreme Court's opinion in *Versata Enters. v. Selectica*, 5 A.3d 586 (Del. 2010), observed that raiders can take control of staggered boards if willing to wait two years).

250 See, e.g., Lipton, *supra* note 175.

251 Bebchuk et al., *Force of Staggered Boards*, *supra* note 7, at 904–08 (explaining that for firms with staggered boards, the poison pill provides an “impenetrable barrier to control acquisitions”).

252 See Lucian Bebchuk, Scott Hirst & June Rhee, *Towards the Declassification of S&P 500 Boards*, 3 *Harv. Bus. L. Rev.* 157, 171 & tbl.6 (2013); Steven Davidoff Solomon, *The Case Against Staggered Boards*, *N.Y. Times: Dealbook* (Mar. 20, 2012, 12:43 PM), <http://dealbook.nytimes.com/2012/03/20/the-case-against-staggered-boards> (on file with the Columbia Law Review) [hereinafter Solomon, *The Case*] (describing Bebchuk's campaign).

253 See Solomon, *The Case*, *supra* note 252 (noting that “302 S&P 500 companies had staggered boards in 2002” but by 2012 “the figure ha[d] fallen to 126”).

254 See Lipton, *supra* note 175.

some firms will benefit from staggered boards, while others will not.²⁵⁵

Empirical studies of takeover defenses have yielded mixed results.²⁵⁶ While several studies have found that antitakeover devices reduce firm value,²⁵⁷ others have identified flaws in these studies,²⁵⁸ and a third set of studies has found that firms with certain attributes can increase their value by adopting antitakeover devices,²⁵⁹ as principal-cost theory predicts. Similarly conflicting results are seen in studies that seek to link staggered boards to reduced firm value: Some find such a link,²⁶⁰ but others that control for firm-specific characteristics find no such connection.²⁶¹

255 See K.J. Martijn Cremers, Lubomir P. Litov & Simone M. Sepe, *Staggered Boards and Long-Term Firm Value, Revisited* 9–25 (Nov. 2016) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=2364165> (on file with the Columbia Law Review) (finding that the effect of a staggered board on firm value differs depending on the characteristics of the firm).

256 See Miroslava Straska & H. Gregory Waller, *Antitakeover Provisions and Shareholder Wealth: A Survey of the Literature*, 49 *J. Fin. & Quantitative Analysis* 933, 950 (2014) (reviewing forty years of studies and concluding that “[d]espite the considerable amount of time and attention devoted to examining how antitakeover provisions affect shareholders, the net effects of these provisions on shareholder wealth remain uncertain”).

257 See, e.g., Paul H. Malatesta & Ralph A. Walking, *Poison Pill Securities: Stockholder Wealth, Profitability, and Ownership Structure*, 20 *J. Fin. Econ.* 347, 362–63 (1988) (concluding from statistical analysis that “the adoption of poison pill defenses reduces stockholder wealth”).

258 Emiliano M. Catan & Marcel Kahan, *The Law and Finance of Antitakeover Statutes*, 68 *Stan. L. Rev.* 629, 650–64 (2016); John C. Coates IV, *Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence*, 79 *Tex. L. Rev.* 271, 280–86 (2000).

259 See, e.g., Dalida Kadyrzhanova & Matthew Rhodes-Kropf, *Concentrating on Governance*, 66 *J. Fin.* 1649, 1654–82 (2011) (developing a model to predict which corporate governance tradeoffs firms should adopt based on their characteristics); Scott C. Linn & John J. McConnell, *An Empirical Investigation of the Impact of ‘Antitakeover’ Amendments on Common Stock Prices*, 11 *J. Fin. Econ.* 361, 397 (1983) (finding, after empirical analysis, that antitakeover amendments are associated with an “increase in common stock prices and that the removal of antitakeover amendments is associated with a decline in stock prices”); see also Straska & Waller, *supra* note 256, at 938–40 (finding that firm value increases in antitakeover indexes for firms with low bargaining power).

260 See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Alma Cohen, *The Costs of Entrenched Boards*, 78 *J. Fin. Econ.* 409, 419–26 (2005).

Perhaps the best illustration of the predictive power of principal-cost theory on this topic is a pair of studies of a 1990 Massachusetts law that required all public firms incorporated in that state to have staggered boards.²⁶² An event study by Professor Robert Daines found that the law reduced shareholder wealth.²⁶³ This finding is consistent with agency-cost essentialism, which suggests that staggered boards are *always* value-decreasing; it also is consistent with principal-cost theory, which holds that a mandatory structural feature harms firms whose cost-minimizing governance structure does not include that feature.²⁶⁴ However, in a recent study, Daines and two coauthors revisited the Massachusetts firms fifteen years later and found that those with specific attributes – namely, a high degree of innovation and investment in research and development – had rebounded in value.²⁶⁵ The authors concluded that staggered boards can benefit firms with certain attributes.²⁶⁶ This result is consistent with principal-cost theory, which predicts that firms will respond to

261 See, e.g., Thomas W. Bates, David A. Becher & Michael L. Lemmon, Board Classification and Managerial Entrenchment: Evidence from the Market for Corporate Control, 87 J. Fin. Econ. 656, 658 (2008) (finding that “the evidence is inconsistent with the view that board classification is associated with managerial entrenchment and instead suggests that classification improves the relative bargaining power of target managers on behalf of their constituent shareholders”).

262 See Robert Daines, Shelley Xin Li & Charles C.Y. Wang, Can Staggered Boards Improve Value? Evidence from the Massachusetts Natural Experiment 4 (Stanford Law Sch. John M. Olin Program in Law & Econ., Paper No. 498, 2016) [hereinafter Daines et al., Can Staggered Boards Improve Value], <http://ssrn.com/abstract=2836463> (on file with the Columbia Law Review) (reporting on the value of impacted firms eleven years after an initial study); Robert M. Daines, Do Classified Boards Affect Firm Value? Takeover Defenses After the Poison Pill 27 (unpublished manuscript) (on file with the Columbia Law Review) [hereinafter Daines, Classified Boards] (providing “evidence of investors’ reaction to a 1990 Massachusetts law ... that imposed [staggered] boards on its public firms”).

263 Daines, Classified Boards, *supra* note 262, at 27–28.

264 See *supra* text accompanying notes 222–223.

265 Daines et al., Can Staggered Boards Improve Value, *supra* note 262, at 4.

266 *Id.* at 4–5, 27 (finding that staggered boards can be beneficial when firms and investors face information asymmetries, which is especially likely when firms are young, innovative, or reliant on research and development).

external legal shocks by adjusting other structural features as well as attributes such as their business strategies.

IV.A.4. Hedge Fund Activism.

Scholars whose primary concern is agency costs strongly support activist hedge funds,²⁶⁷ whose business model is to challenge incumbent directors of public companies through publicity campaigns and proxy fights.²⁶⁸ Such challenges overcome shareholders' rational apathy and institutional investors' rational reticence, increasing the power of shareholder voting rights and thus reducing agent costs.²⁶⁹ For example, an activist fund might force empire-building managers to reduce inefficient capital expenditures.²⁷⁰ Yet activist funds can also generate principal costs, a downside that their academic supporters dismiss. Because information asymmetries can prevent shareholders from differentiating good activist campaigns from bad ones, a fund might force managers to slash capital expenditures that are actually efficient.²⁷¹ Ultimately, the impact of activism on control costs – the reduction in agent costs, net of the increase in principal costs – will be specific to the target firm.

Empirical studies of hedge fund activism have produced mixed results.²⁷² All studies show that firms experience an initial spike

267 See, e.g., Bebchuk et al., Long-Term, *supra* note 63, at 1087–89 (presenting evidence refuting the claim that shareholder activism reduces long-term firm value).

268 See Kahan & Rock, Hedge Funds, *supra* note 61, at 1029.

269 See Gilson & Gordon, *supra* note 61, at 897–98 (noting that the interaction

270 See Bebchuk et al., Long-Term, *supra* note 63, at 1136 (arguing that shareholder activism can combat “management’s tendency to avoid distributing excess cash or assets to shareholders”).

271 See Coffee & Palia, *supra* note 175, at 41–49 (describing the activist hedge fund practice of slashing research and development in pharmaceutical industry targets).

272 See *id.* at 49–64 (reviewing and analyzing the empirical studies).

in share price when the market learns that they have been targeted.²⁷³ But the long-term impact on share price is unclear: Some studies have found that activism improves long-term performance,²⁷⁴ but others have found flaws in these studies.²⁷⁵ A third set of studies has found that activism ultimately harms its targets,²⁷⁶ a result that principal-cost theory can explain but agency-cost essentialism cannot. Furthermore, all existing studies of activism have considered only its impact on target firms and thus have not investigated whether the mere risk of being targeted causes managers of other firms to take preventative measures that increase or reduce firm value.²⁷⁷ In other words, activist campaigns could generate both positive and negative externalities, but no study investigates them, precluding any conclusion about activism's net impact on social value.

IV.A.5. Majority Voting.

The default rule for Delaware corporations is plurality voting, which permits an uncontested slate of directors to be elected even if holders of a majority of shares express disapproval by withholding their votes.²⁷⁸ The alternative rule is majority voting, under which di-

²⁷³See, e.g., *id.* at 64 (concluding “the evidence is clearest that there is a short-term positive stock price reaction to a Schedule 13D’s filing”).

²⁷⁴See, e.g., Bebchuk et al., *Long-Term*, *supra* note 63, at 1155.

²⁷⁵See, e.g., Coffee & Palia, *supra* note 175, at 53.

²⁷⁶See K.J. Martijn Cremers, Erasmo Giambona, Simone M. Sepe & Ye Wang, *Hedge Fund Activism and Long-Term Firm Value 2* (Jan. 2016) (unpublished manuscript), http://ccl.yale.edu/sites/default/files/files/leo16_Sepe.pdf (on file with the Columbia Law Review) (finding that “firms targeted by activist hedge funds improve less in value subsequent to the start of an activist hedge fund campaign than ex-ante similarly poorly performing control firms that are not subject to hedge fund activism”).

²⁷⁷See Coffee & Palia, *supra* note 175, at 7–8 (noting the paucity of evidence about the marketwide impact of activism).

²⁷⁸Del. Code Ann. tit. 8, § 216(3) (2016) (“In the absence of such specification in the certificate

rectors who do not receive majority support must resign their seats.²⁷⁹ Majority voting thus provides a cheap substitute for a proxy fight. Because majority voting increases shareholder power, many scholars view it positively.²⁸⁰ But an increase in shareholder power raises principal costs and thus could increase total control costs at many firms. Unsurprisingly, studies of majority voting have produced inconclusive results: While one finds a positive effect,²⁸¹ others find no impact on shareholder value.²⁸² Principal-cost theory predicts that, once one controls for firm-specific characteristics, firms with majority voting will not consistently outperform those without it. Studies that do find a directional result probably lack adequate controls or proper samples and therefore are unlikely to be confirmed by subsequent studies.

of incorporation or bylaws of the corporation ... [d]irectors shall be elected by a plurality of the votes of the shares present in person or represented by proxy at the meeting and entitled to vote on the election of directors.”); see also Joseph A. Grundfest, *Just Vote No: A Minimalist Strategy for Dealing with Barbarians Inside the Gates*, 45 *Stan. L. Rev.* 857, 865–66 (1993) (advocating withholding votes for a symbolic “no”).

279 See, e.g., Stephen J. Choi, Jill E. Fisch, Marcel Kahan & Edward B. Rock, *Does Majority Voting Improve Board Accountability?*, 83 *U. Chi. L. Rev.* 1119, 1124–28 (2016).

280 See, e.g., *Majority Voting for Directors*, Council of Institutional Inv’rs, http://www.cii.org/majority_voting_directors [<http://perma.cc/RUL3-RME2>] (last visited Nov. 2, 2016) (“Majority voting for directors ensures that shareowners’ votes have ‘teeth’, keeping board members responsive to the shareowners they represent.”).

281 See Yonca Ertimur, Fabrizio Ferri & David Oesch, *Does the Director Election System Matter? Evidence from Majority Voting*, 20 *Rev. Acct. Stud.* 1, 11 (2015) (finding that the adoption of shareholder proposals for majority voting is associated with positive abnormal stock returns).

282 See Jay Cai, Jacqueline L. Garner & Ralph A. Walkling, *A Paper Tiger? An Empirical Analysis of Majority Voting*, 21 *J. Corp. Fin.* 119, 120 (2013) (finding that the “adoption of majority voting has little effect on director votes, director turnover, or improvement of firm performance”); Choi et al., *supra* note 279, at 1122 (finding that “under plurality voting, the likelihood that a director fails to receive a majority ‘for’ vote is nineteen times higher than under majority voting”); William K. Sjostrom, Jr. & Young Sang Kim, *Majority Voting for the Election of Directors*, 40 *Conn. L. Rev.* 459, 489–92 (2007) (finding no statistically significant market reaction to a company’s adoption of majority voting).

IV.A.6. Proxy Access.

A proxy fight typically costs the challengers about \$6,000,000,²⁸³ and the corporation reimburses the challengers only if they prevail.²⁸⁴ The consequence is a classic collective-action problem that discourages proxy challenges: Challengers internalize all of the expected costs of a proxy fight but only a fraction of the expected benefits. Many commentators have proposed to overcome this disincentive through proxy access, which permits shareholders with large, long-term holdings to use the corporation's proxy materials (and hence the corporation's funds) to seek votes for their own partial slates of director candidates.²⁸⁵ Proxy access reinforces majority voting: When directors must resign for lack of majority support, proxy access enables shareholders, rather than the remaining incumbent directors, to nominate the replacements.²⁸⁶ In this way, it reduces agent costs and hence, according to agency-cost essentialism, increases firm value.²⁸⁷

But proxy access also increases principal costs: Although it facilitates the replacement of lazy, incompetent, or disloyal directors, it

283 See Nickolay Gantchev, *The Costs of Shareholder Activism: Evidence from a Sequential Decision Model*, 107 *J. Fin. Econ.* 610, 623 tbl.7, 624 (2013) (finding an average cost of \$5.94 million for proxy contests, which includes "printing and postage costs" and "significant disclosure, legal and other fees of hiring proxy solicitors, corporate governance experts, investment banks, public relations and advertising firms").

284 See *Recent Developments, Contestants in Proxy Fight Entitled to Reimbursement of Expenses from Corporate Treasury*, 56 *Colum. L. Rev.* 633, 634–35 (1956) (discussing when challengers may be reimbursed and noting the uncertainty of whether "losing insurgents can be reimbursed").

285 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, *The Case for Shareholder Access to the Ballot*, 59 *Bus. Law.* 43, 47 (2003) [hereinafter *Bebchuk, Shareholder Access*] (explaining how the proposal for proxy access "would make it easier for shareholders to elect candidates other than those proposed by incumbent directors"). A typical proxy-access bylaw would allow investors owning 3% to 5% of a company's stock for three or more years to nominate directors for the company's board of directors. See *id.*

286 See *id.* at 65 (arguing that empowering shareholders to replace directors through proxy access would "improve[] corporate governance").

287 See *id.* at 51–53.

also increases the risk that shareholders will mistakenly replace good directors (thus generating principal competence costs) or use greater entrée to board seats to extract private benefits (generating principal conflict costs). Indeed, we have direct evidence of the latter: Union pension funds have used proxy access as a bargaining chip in labor negotiations.²⁸⁸ Whether proxy access will increase²⁸⁹ or decrease²⁹⁰ overall firm value is thus difficult to predict *ex ante*, which the empirical literature confirms.²⁹¹

IV.A.7. The G Index.

Finally, the most famous empirical paper cited in support of agency-cost essentialism is a study of a corporate-governance index, dubbed the G index, which consists of twenty-four governance factors (such as a staggered board) that purportedly reduce managerial

288 See John G. Matsusaka, Oguzhan Ozbas & Irene Yi, *Opportunistic Proposals by Union Shareholders* 26 (Univ. of S. Cal. Ctr. for Law & Soc. Sci., Research Paper No. CLASS15-25, 2016), <http://ssrn.com/abstract=2666064> (on file with the Columbia Law Review) (finding evidence of unions using “shareholder proposals opportunistically” in negotiations).

289 See, e.g., Bo Becker, Daniel Bergstresser & Guhan Subramanian, *Does Shareholder Proxy Access Improve Firm Value? Evidence from the Business Roundtable’s Challenge*, 56 *J.L. & Econ.* 127, 129 (2013) (finding evidence that shareholders value access); Joanna Tochman Campbell, T. Colin Campbell, David G. Sirmon, Leonard Bierman & Christopher S. Tuggle, *Shareholder Influence over Director Nomination via Proxy Access: Implications for Agency Conflict and Stakeholder Value*, 33 *Strategic Mgmt. J.* 1431, 1447 (2012) (arguing that “additional value is created when owners are granted greater voice in the firm’s governance”).

290 See, e.g., Ali C. Akyol, Wei Fen Lim & Patrick Verwijmeren, *Shareholders in the Boardroom: Wealth Effects of the SEC’s Proposal to Facilitate Director Nominations*, 47 *J. Fin. & Quantitative Analysis*, 1029, 1055 (2012) (presenting evidence that shareholder access decreases firm value); David F. Larcker, Gaizka Ormazabal & Daniel J. Taylor, *The Market Reaction to Corporate Governance Regulation*, 101 *J. Fin. Econ.* 431, 433 (2011) (presenting evidence that increased shareholder access lowers firm value).

291 See, e.g., Marcel Kahan & Edward Rock, *The Insignificance of Proxy Access*, 97 *Va. L. Rev.* 1347, 1426 (2011) (considering the positive and negative effects of proxy access and concluding that “the net effect of proxy access is likely to be close to zero and surely is not high enough to get very excited about”).

accountability.²⁹² The study assigned each firm an index score equal to the number of such factors it possessed and then regressed the score against firm value. The study found a strong negative relationship between index score and firm value.²⁹³ The study's use of different allocations of control rights – reflected in different G scores – to explain differences in firm value contradicts principal-cost theory's claim that, unless firms vary in their attributes, their choice of governance structure is irrelevant. Although the study's finding appears to support agency-cost essentialism, some academics have criticized the study for methodological flaws and misspecifications.²⁹⁴ In addition, a follow-up study showed that six factors related to takeover defenses fully explained the correlation identified by the original study.²⁹⁵ And a more recent study has shown that, depending on firm-specific characteristics, only three of those six factors correlate negatively with firm value, while the other three correlate positively.²⁹⁶ This trend in

292 Paul Gompers, Joy Ishii & Andrew Metrick, *Corporate Governance and Equity Prices*, 118 Q.J. Econ. 107, 114 (2003).

293 *Id.* at 144–45.

294 See, e.g., Jianxin (Daniel) Chi, *Understanding the Endogeneity Between Firm Value and Shareholder Rights*, 34 *Fin. Mgmt.* 65, 66 (2005) (finding that the negative relationship between the G index and Tobin's Q runs from G to Q and not vice versa); John E. Core, Wayne R. Guay & Tjonne O. Rusticus, *Does Weak Governance Cause Weak Stock Returns? An Examination of Firm Operating Performance and Investors' Expectations*, 61 *J. Fin.* 655, 680–81 (2006) (finding that weak shareholder rights are unlikely to cause lower abnormal stock returns and suggesting that market model misspecification may explain the difference in abnormal returns between high and low G-index firms); K.J. Martijn Cremers, Vinay B. Nair & Kose John, *Takeovers and the Cross-Section of Returns*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 1409, 1432 (2009) (finding that the market model used in the G index was misspecified); Shane A. Johnson, Theodore C. Moorman & Sorin Sorescu, *A Reexamination of Corporate Governance and Equity Prices*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 4753, 4755 (2009) (finding that the asset-pricing model used in the G index was misspecified); Kenneth Lehn, Sukesh Patro & Mengxin Zhao, *Governance Indexes and Valuation: Which Causes Which?*, 13 *J. Corp. Fin.* 907, 908–09 (2007) (finding it unlikely that high G index scores cause lower valuations).

295 See Lucian Bebchuk, Alma Cohen & Allen Ferrell, *What Matters in Corporate Governance?*, 22 *Rev. Fin. Stud.* 783, 823 (2009) (identifying “six entrenching provisions” that “fully drive the findings documented by [the] prior research”).

296 K.J. Martijn Cremers, Saura Masconale & Simone M. Sepe, *Commitment and Entrenchment in Corporate Governance*, 110 *Nw. U. L. Rev.* 727, 733 (2016).

studies of the G index confirms principal-cost theory's prediction that, as such studies become more refined, fewer structural elements will correlate with firm performance.²⁹⁷

IV.B. Implications for Lawmakers.

Another important difference between agency-cost essentialism and principal-cost theory is their policy implications. Scholars who tend toward essentialism favor mandatory rules that shift control to shareholders.²⁹⁸ They would ban dual-class shares,²⁹⁹ poison pills,³⁰⁰ and staggered boards³⁰¹ while requiring majority voting³⁰² and

297 See, e.g., Sanjai Bhagat, Brian Bolton & Roberta Romano, *The Promise and Peril of Corporate Governance Indices*, 108 *Colum. L. Rev.* 1803, 1808 (2008) (finding that “there is no consistent relation between the academic and related commercial governance indices and corporate performance”); Tatyana Sokolyk, *The Effects of Antitakeover Provisions on Acquisition Targets*, 17 *J. Corp. Fin.* 612, 612 (2011) (finding that while individual antitakeover provisions have significant effects on takeover outcomes, the G Index “is not significant in predicting a firm’s risk of being acquired”).

298 See, e.g., Lucian Arye Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 *Colum. L. Rev.* 1395, 1401 n.32 (1989) (advocating a mandatory rule limiting midstream amendments of corporate charters, as such amendments often transfer value from shareholders to managers); Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 *Harv. L. Rev.* 1820, 1836 (1989) (arguing that mandatory rules should preclude midstream amendments of corporate charters because shareholders lack information to make voting decisions).

299 See Bebchuk et al., *Stock Pyramids*, supra note 8, at 295 (claiming that dual-class shares produce a radical separation between control rights and cash-flow rights).

300 See, e.g., Lucian A. Bebchuk & Robert J. Jackson, Jr., *Toward a Constitutional Review of the Poison Pill*, 114 *Colum. L. Rev.* 1549, 1551 (2014) (arguing that the Williams Act may preempt state laws that authorize the use of the poison pill).

301 See, e.g., Bebchuk et al., *Force of Staggered Boards*, supra note 7, at 936–39 (arguing that the powerful antitakeover effect of staggered boards harms target shareholders).

302 See, e.g., Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 *Va. L. Rev.* 675, 702 (2007) (arguing that majority voting should be the default rule due to the “clear and widely accepted flaws” of plurality voting).

proxy access.³⁰³ But the inescapable tradeoff between principal costs and agent costs cautions against such one-size-fits-all regulations.³⁰⁴ It suggests that lawmakers should permit a range of governance structures, enabling each firm to allocate control rights in the manner that minimizes total control costs.

As an illustration, consider the debate over proxy access. Because proxy access reduces agent costs, many scholars would mandate it.³⁰⁵ Their advocacy found success in 2010 when the SEC announced Rule 14a-11, which would have required proxy access at all public companies.³⁰⁶ But before the rule could go into effect, the D.C. Circuit Court of Appeals vacated it on grounds that the SEC had failed to conduct an adequate cost-benefit analysis.³⁰⁷ Shifting tactics, advocates pressed firms to adopt proxy access voluntarily.³⁰⁸ Buttressing

303 See, e.g., Bebchuk, *Shareholder Access*, supra note 285, at 66 (concluding that a well-designed shareholder-access regime would contribute to making directors more accountable and would improve corporate governance).

304 See, e.g., Sridhar Arcot & Valentina Bruno, *One Size Does Not Fit All, After All: Evidence from Corporate Governance 1* (Jan. 15, 2007) (unpublished manuscript), <http://ssrn.com/abstract=887947> (on file with the Columbia Law Review) (finding that “companies that depart from governance best practice because of genuine circumstances outperform all others and cannot be considered badly-governed,” and arguing that “flexibility in corporate governance regulation plays a crucial role, because companies are not homogenous entities”).

305 See, e.g., Bebchuk & Hirst, supra note 6, at 350 (concluding that some firms whose shareholders favor proxy access will fail to adopt it unless proxy access is made the default rule).

306 See *Facilitating Shareholder Director Nominations*, 75 Fed. Reg. 56,668, 56,668 (Sept. 16, 2010) (codified at 17 C.F.R. pts. 200, 232, 240 and 249) (announcing changes to the federal proxy-access rules).

307 *Bus. Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144, 1148–49 (D.C. Cir. 2011) (“[T]he Commission inconsistently and opportunistically framed the costs and benefits of the rule; failed adequately to quantify the certain costs or to explain why those costs could not be quantified; neglected to support its predictive judgments; contradicted itself; and failed to respond to substantial problems raised by commenters.”).

308 See, e.g., Adam Brown, *New York City Comptroller Expands Proxy Access Campaign*, *IR Mag.* (Jan. 12, 2016), <http://www.irmagazine.com/articles/corporategovernance/21183/new-york-city-comptroller-expands-proxy-access-campaign/> (on file with the Columbia Law Review) (explaining the New York City pension fund system filed seventy-two shareholder resolutions demanding proxy access).

these efforts, the Delaware legislature amended the state's general corporations law to permit proxy-access bylaws³⁰⁹ and the SEC amended Rule 14a-8 (the town-meeting rule) to allow proxy-access proposals.³¹⁰ Consequently, in 2015 over half of all proxy-access proposals submitted under Rule 14a-8 passed,³¹¹ and companies such as General Electric adopted proxy access unilaterally, without a shareholder proposal.³¹²

Despite such successes, shareholders are not always receptive to proxy access, and most large companies have not adopted it.³¹³ Scholars who focus primarily on agency costs blame this continuing resistance on market failure and destructive conflicts of interest among institutional investors.³¹⁴ They thus continue to favor mandatory proxy access for all public firms.³¹⁵

Principal-cost theory counsels against mandatory proxy access. Because its impact on control costs depends on firm-specific characteristics,³¹⁶ proxy access is likely to benefit some firms but

309Del. Code Ann. tit. 8, § 112 (2016).

31075 Fed. Reg. at 56,730.

311Holly J. Gregory, Sidley Austin LLP, Hot Topics for the 2016 Proxy Season 33 (2015), http://www.sidley.com/~media/publications/oct15_governancecounselor.pdf [<http://perma.cc/HY6U-8KL3>] (reporting that proxy-access proposals had received, on average, the support of 54.3% of voting shares and had passed at 51 out of 87 companies).

312Ted Mann & Joann S. Lublin, GE to Allow Proxy Access for Big Investors, Wall St. J. (Feb. 11, 2015, 6:40 PM), <http://www.wsj.com/articles/ge-amends-bylaws-to-allow-proxyaccess-for-big-investors-1423698010> (on file with the Columbia Law Review).

313See Joann S. Lublin, Investors Gain Greater Clout over Boards, Wall St. J. (Jan. 10, 2016, 7:00 PM), <http://www.wsj.com/articles/investors-gain-greater-clout-over-boards-1452470402> (on file with the Columbia Law Review) (noting that Institutional Shareholder Services Inc. reported that only 21% of S&P 500 companies adopted proxy access in 2015).

314See, e.g., Bebchuk & Hirst, *supra* note 6, at 332.

315See *id.*

316See *supra* section IV.A.6 (discussing how proxy access reallocates control rights from boards to shareholders and as such will decrease agent costs and increase principal costs, with the overall effect being firm-specific).

harm others. Therefore, lawmakers should respect the shareholders' decision at each firm as to whether to adopt the measure. Indeed, the failure of approximately half of the shareholder proxy-access proposals during the 2015 proxy season suggests that, in many firms, shareholders believe that proxy access would increase principal costs more than it would decrease agent costs.³¹⁷ At the same time, the adoption of proxy access by numerous public corporations suggests that there are no persistent market failures or conflicts of interest that prevent investors from choosing the right governance features for their firms.³¹⁸ The lack of substantial market impediments to shareholder-initiated change³¹⁹ is also suggested by shareholder-rights advocates' successful campaigns to destagger boards³²⁰ and establish majority voting.³²¹ Even if collective-action problems were once formidable enough to militate for default rules that empower shareholders, the concern seems no longer justified given the prevalence of institutional ownership and shareholder activism today.³²²

In short, lawmakers should not mandate changes in the allocation of control rights between investors and managers. Instead they should adopt measures that enable parties to craft firm-specific solutions to the many nuances of the perennial principal-agent problem.³²³ In particular, lawmakers should transform rules that dictate the

317 See *supra* note 311 and accompanying text.

318 See Lublin, *supra* note 313 (reporting that "American businesses are increasingly bowing to investors' demands for greater boardroom clout, with dozens of companies revising their by-laws" ahead of 2015 annual meetings).

319 See Bebchuk, *Shareholder Access*, *supra* note 285, at 45 (describing the "public good" problem with running proxy contests).

320 See *supra* note 252 and accompanying text (discussing how Professor Bebchuk and Harvard Law School's Shareholder Rights Project persuaded the boards of approximately one-third of all S&P 500 companies to destagger).

321 See Choi et al., *supra* note 279, at 1124–29.

322 See Gilson & Gordon, *supra* note 61, at 866–67 (arguing that institutional investors will respond to proposals initiated by activist shareholders).

allocation of control rights into default rules³²⁴ unless there is a specific market failure.³²⁵ Additionally, when choosing default settings for new firms, lawmakers should not simply pick the setting that empowers shareholders; rather, they should adopt a majoritarian default, setting the rule that would minimize total control costs at the majority of firms.³²⁶ For firms that have already crafted their governance structures, lawmakers should respect the status quo. Certainly, they should never impose a new mandatory rule: As illustrated by Massachusetts's experience with compulsory staggered boards, most firms have already adjusted their governance structures, capital structures, and business strategies to minimize the sum of principal costs and agent costs within the existing legal environment.³²⁷

Conclusion.

This Essay has introduced the principal-cost theory of corpo-

323 The claim that corporate law should consist of default rules is a central tenet of the contractarian school. See, e.g., Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *The Economic Structure of Corporate Law* 6–7 (1996) [hereinafter Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure*]; cf. Hansmann & Kraakman, *End of History*, supra note 144, at 439–41 (observing that corporate-governance structures throughout the world have converged around a “standard shareholder-oriented model”).

324 See, e.g., Stephen M. Bainbridge, *Preserving Director Primacy by Managing Shareholder Interventions*, in *Research Handbook on Shareholder Power and Activism* 231, 246 (Jennifer G. Hill & Randall S. Thomas eds., 2015) (arguing that corporations should be permitted to opt out of the SEC's mandatory shareholder proposal rule).

325 Cf. Gabriel Rauterberg & Eric Talley, *Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, 117 *Colum. L. Rev.* (forthcoming 2017) (on file with the *Columbia Law Review*) (analyzing the effects of the newly provided option to opt out of the duty of loyalty as it pertains to corporate opportunities); Roberta Romano, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 *Colum. L. Rev.* 1599, 1616–17 (1989) (seeking to limit the role of mandatory corporate law to cases in which externalities are present).

326 See, e.g., Easterbrook & Fischel, *The Economic Structure*, supra note 323, at 28.

327 See supra notes 265–266 and accompanying text.

rate law and governance. The theory states that a business firm's optimal governance structure minimizes the sum of principal costs and agent costs. Principal costs arise when investors exercise control in a manner that, due to honest mistakes or self-seeking motives, reduces a firm's value. Agent costs arise when managers do the same. There is an unavoidable tradeoff between principal costs and agent costs: Any reallocation of control rights in a firm necessarily decreases one type of cost but increases the other. The division of control that minimizes the sum of principal costs and agent costs is firm-specific, based on factors such as industry, business strategy, and the personal characteristics of the investors and managers.

Principal-cost theory explains features of business firms that agency-cost essentialism, the prevailing paradigm in the study of corporate law, cannot. The essentialist view is that, at any given level of production, a firm's optimal governance structure minimizes agent conflict costs: the direct and indirect costs of self-seeking conduct by managers. That theory has difficulty explaining the spectrum of governance structures that firms adopt, ranging from structures that give managers autonomy (such as the dual-class share structure) to those that empower shareholders to hold managers accountable (such as the dispersed-ownership structure without a staggered board). Agency-cost essentialism holds that firms that give less power to shareholders will consistently generate lower financial returns than those that empower shareholders. Yet careful empirical studies refute this claim. Principal-cost theory, by contrast, explains that the governance-structure spectrum reflects the firm-specific nature of the principal-cost/agent-cost tradeoff, and it accurately predicts that firms will be found to generate consistent financial returns across the spectrum once firm-specific characteristics are taken into account.

Principal-cost theory also offers different policy prescriptions. Because agency-cost essentialism holds that corporate governance features that disempower shareholders, such as staggered boards and dual-class shares, destroy firm value, many of its adherents argue that such features should be banned. Principal-cost theory, by contrast,

suggests that lawmakers should avoid one-size-fits-all governance rules and instead allow each firm to tailor its governance structure in the manner that strikes the firm-specific optimal balance between principal costs and agent costs. Because principal-cost theory reframes many of the key debates in corporate governance, the full extent of its predictive and prescriptive implications is a promising subject for future scholarship.

DA ELEIÇÃO INTERCALAR DE MEMBRO PARA CONSELHO FISCAL DE FUNCIONAMENTO PERMANENTE DE SOCIEDADE ANÔNIMA¹

MID-TERM ELECTION OF MEMBERS FOR THE COMPANY'S PERMANENT OPERATING FISCAL COUNCIL

Marcelo Vieira von Adamek

Resumo: O parecer analisa as razões pelas quais é lícito à minoria, a qualquer tempo, mesmo depois da assembleia geral ordinária, eleger membros para preencher as vagas a ela reservadas no Conselho Fiscal de funcionamento permanente. Sendo o Conselho Fiscal um instrumento de proteção à minoria acionária, e devendo a lei ser interpretada teleologicamente, de modo a efetivamente proteger, e não prejudicar, aqueles cujos direitos ela visa resguardar em cada caso, não é possível interpretar *a contrario* o art. 132, III, da Lei das S/A para impedir que os minoritários elejam os membros do Conselho Fiscal na forma do art. 161, §4º, “a” da mesma lei, depois da realização de AGO. Antes, deve-se levar em conta a previsão de que tais membros podem ser eleitos “a qualquer tempo” em assembleia geral (não necessariamente ordinária), conforme o art. 122, II, da Lei das S/A, e permitir sua eleição intercalar sempre que surjam razões para os minoritários os elegerem em AGE convocada especialmente para esse fim.

Palavras-chave: Direito societário. Sociedade anônima. Conselho Fiscal. Direito de minoria. Eleição em AGO ou AGE.

Abstract: The report analyzes the reasons why it is possible for the minority, at any time, even after the ordinary general meeting, to elect members to fill the vacancies reserved for it in the permanent

1 Artigo recebido em 10.06.2019 e aceito em 10.06.2020.

functioning Fiscal Council. Since the Fiscal Council is an instrument of protection for the minority shareholder, and the law must be interpreted teleologically, in order to effectively protect, and not harm, those whose rights it seeks to safeguard in each case, it is not possible to interpret the art. 132, III, of the Brazilian Companies Act to prevent minority shareholders from electing the members of the Fiscal Council pursuant to art. 161, §4, “a” of the same law, after the AGM. Rather, one must take into account the provision that such members may be elected “at any time” at a general meeting (not necessarily at the ordinary one), as foreseen in art. 122, II, of the Brazilian Companies Act, so as to allow their midterm election whenever reasons for minority shareholders to elect them in an EGM called especially for this purpose arise.

Keywords: Corporate law. Corporation. Fiscal Council. Minority shareholders’ rights. Elections in the AGM or EGM.

Sumário: 1. A Consulta. 2. Os quesitos da consulta. 3. Parecer Preliminar. 3.1. Introdução: a indispensável calibração teleológica do metro exegético; regras de *proteção à minoria* não devem ser aplicadas *contra a minoria*. 3.2. O direito de eleição pela minoria para integrar o Conselho Fiscal pode ser exercido a qualquer momento. 4. A inexistente vinculação do tema a regras do acordo de acionistas. 5. Abuso de minoria inexistente: “quem tem medo do fiscal?” 6. A indispensável concessão de tutela antecipada recursal. 7. Respostas aos quesitos.

1. A Consulta.

Por intermédio dos seus mui ilustres advogados, Drs. Eduardo Damiano Gonçalves, Arthur Gonzalez Cronemberger Parente e Bruno Barreto de Azevedo Teixeira, integrantes do respeitado escritório

“Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados”, a Consulente ABC (Brazil) S/A (“ABC” ou “Consulente”) submete à nossa análise as principais peças dos autos da medida cautelar pré-arbitral proposta contra a acionista controladora Zeta Investimentos S/A (“Zeta”) e contra a companhia Gama Brasil S/A (“Gama” ou “Companhia”) perante o V. Juízo de Direito da Segunda Vara Empresarial e de Conflitos Relacionados à Arbitragem da Capital deste Estado (processo nº ...), tendo por objeto assegurar o exercício do direito essencial de fiscalização da gestão social (LSA, art. 109, III), através da eleição de membros para compor o Conselho Fiscal da Companhia (LSA, art. 161, § 4º); *em caráter de urgência*, por isso, a Consulente solicita o nosso parecer preliminar a propósito das questões jurídicas debatidas na causa e, para tanto, esclarece sumariamente os fatos na consulta adiante transcrita e, ao final, formula os pertinentes quesitos.

Na qualidade de acionista minoritária detentora da relevante participação de 49,41% da companhia Gama Brasil S/A (“Gama” ou “Companhia”), a Consulente ABC (Brazil) S/A (“ABC” ou “Consulente”) ingressou com medida cautelar pré-arbitral, visto que a acionista controladora Zeta Investimentos S/A (“Zeta”), detentora dos restantes 50,59% das ações ordinárias (e que já convencionou a alienação destas à Consulente), em violação ao estatuto social e à Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976 ou “Lei das S/A”), obsteu – por si e através de prepostos indicados para ocupar os órgãos sociais – a eleição pela Consulente de membros para compor o Conselho Fiscal da Companhia. O que sucedeu foi o seguinte.

Uma vez que atende o pressuposto legal (LSA, art. 161, § 4º), a ABC pretendeu eleger membros para compor o Conselho Fiscal e, para tanto, em 10.09.2018 apresentou pedido de convocação de Assembleia Geral da Gama (LSA, art. 123, par. ún., c).

No entanto, o pedido da ABC foi indeferido pelo Presidente da Companhia, que negou a inclusão do pedido da Consulente de eleição de membros do Conselho Fiscal no edital de convocação do conclave, sob o pretexto de que “a constituição de Conselho Fiscal de

funcionamento permanente – como é o da Gama conforme o artigo 26 do Estatuto Social – consiste na eleição de seus membros, em Assembleia Geral Ordinária, para o próximo mandato definido no Estatuto Social” e, portanto “é nessa ocasião que a Lei das Sociedades por Ações assegura a acionistas minoritários, observadas certas condições, a eleição de membro do Conselho Fiscal em votação separada”. Assim, “por esse motivo, dado que a ABC não exerceu o direito à eleição em separado de membro do Conselho Fiscal na AGO 2018, quando tal órgão foi constituído para o mandato em curso, a Gama não incluiu essa matéria na ordem do dia da AGE”.

Após a insistência fundamentada da Consulente, a Zeta acabou por incluir a eleição de membro do Conselho Fiscal no edital de convocação da Assembleia Geral Extraordinária (“AGE”) de 20.10.2018. Ocorre que, na referida AGE, a Zeta insistiu na sua tese de que a eleição em separado pela ABC de membro do Conselho Fiscal somente poderia ocorrer em Assembleia Geral Ordinária (“AGO”); e, na mesma ocasião, a Zeta simplesmente votou pela retirada de pauta de tal deliberação por tempo indeterminado.

A posição da ABC é de que a Zeta se recusou a reconhecer o mais elementar direito da Consulente na condição de acionista da Gama: o direito de fiscalizar a gestão da Companhia na forma da lei – direito essencial previsto no art. 109, III, da Lei das S/A. Impediu-se a acionista minoritária de eleger membro para compor o Conselho Fiscal (LSA, art. 161, § 1º).

Segundo a ABC, a eleição de membro para compor o Conselho Fiscal da Companhia na atual conjuntura se faz ainda mais importante, tendo em vista: (i) a contínua atuação abusiva da Zeta na qualidade de controladora da Gama; (ii) o fato de a ABC ser titular de 49,41% do capital social da Gama e, portanto, deter interesse mais do que legítimo em verificar como esse relevante investimento é gerido pelos membros da administração eleitos em praticamente a sua totalidade pela Zeta; (iii) o fato público e notório da família controladora da Zeta, com destaque para os irmãos Fulano e Beltrano Silva, estar

envolvida em inúmeros escândalos de corrupção a comprometerem várias empresas do grupo – inclusive a Gama – em seus reprováveis ilícitos; e (iv) o Conselho Fiscal compor-se apenas de membros eleitos pela Zeta e, como tal, hoje ser órgão meramente formal e, pois, uma burocracia ineficiente.

A ABC ainda afirma que já desembolsou cerca de R\$ 3.800.000.000,00 (três bilhões e oitocentos milhões de reais) para titular a relevante participação de 49,41% do capital social da Companhia e, inclusive, mantém depositado em conta bancária a quantia de mais de R\$ 11.000.000.000,00 (onze bilhões de reais) para poder adquirir o restante do capital social, nos termos do Contrato de Compra e Venda sobre ditas ações, e só não conseguiu ainda consumir essa operação porque a Zeta – que se obrigou a vender as ações, mas se opõe vigorosamente à fiscalização da Companhia e dos administradores de sua indicação pelo Conselho Fiscal – vem criando toda uma sorte de obstáculos infundados. É nesse cenário, aliás (e por conta dele), que a ABC alega que suas desconfianças exponencializaram nos últimos tempos e justificam a indicação que deseja fazer de fiscais, em respeito ao direito essencial que lhe assiste de supervisionar os negócios da Companhia.

Afirma ainda a ABC que, se não lhe for prontamente concedida a tutela de urgência pretendida, ver-se-á perecer completamente o seu direito de fiscalizar as atividades da Companhia até abril de 2019, quando um novo Conselho será eleito por ocasião da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as contas da administração da Gama do exercício social e ano fiscal findo em 31 de dezembro de 2018; ou seja, a fiscalização sobre o exercício em curso ficará prejudicada. Além disso, considerando o fato de a Gama estar sendo administrada pela Zeta – empresa cuja reputação é amplamente reconhecida –, alega a ABC que permitir que um dos meios mais eficientes de controle exercidos pelo acionista minoritário pereça seria uma perda irreparável, que não pode ser tolerada pelo Poder Judiciário.

Entretanto, em que pesem as fundadas alegações da Consultante, a liminar foi indeferida pelo MM. Juízo *a quo*, que entendeu

que não se fariam presentes os requisitos para a concessão da tutela de urgência, essencialmente por considerar que: (i) há um acordo de acionistas a disciplinar o relacionamento entre a Consulente e a Zeta, em que pese tenha o próprio Juiz reconhecido que nele nada se dispôs sobre o Conselho Fiscal; (ii) a Consulente não exerceu o direito de indicar membros para compor dito órgão na Assembleia Geral Ordinária da Companhia que se realizou em 20.04.2018 e a regra sobre a indicação pela minoria de membros para compor o órgão “deve ser aplicada no momento da constituição do Conselho Fiscal”; e (iii) no atual momento, “sem a vontade concorrente da Zeta, a imposição de uma nova eleição ao sócio majoritário pressuporia previsão no acordo de acionistas, o que se existe não foi comprovado” (sic).

Eis, em breve síntese, os fatos relevantes.

2. Os quesitos da consulta.

Expostos assim os fatos relevantes para a causa, a Consulente formula os seguintes quesitos:

(1) – Considerando que (i) o art. 109, III da Lei das S/A prevê ser direito fundamental do acionista a fiscalização da Companhia; (ii) o Estatuto da Gama prevê que o Conselho Fiscal é permanente e será composto por 3 a 5 membros; (iii) o art. 122, II, da Lei das S/A afirma que é prerrogativa da assembleia geral eleger e destituir membros do Conselho Fiscal a qualquer momento; (iv) a ABC detém mais de 49% do capital social da Gama; (v) o art. 161, § 4º, da Lei das S.A. prevê o direito do acionista minoritário com mais de 10% das ações eleger, em separado, membro para o conselho fiscal; (vi) atualmente há 3 conselheiros no Conselho Fiscal da Gama, a ABC tem o direito de eleger, em separado, membro para o Conse-

lho Fiscal, ainda que depois da Assembleia Geral Ordinária ('AGO') em abril de 2018 que elegeu os membros que hoje atuam no órgão?

(2) – É necessário aguardar a próxima AGO para que a ABC possa exercer seu direito de eleger, em separado, membro para o CF?

(3) – O fato de a ABC não ter comparecido à AGO realizada em abril de 2018 lhe priva do direito de eleger, em separado, um membro para o Conselho Fiscal, a qualquer tempo?

(4) – O exercício pela ABC do direito de eleger, em separado, um membro para o Conselho Fiscal depende de aprovação ou concordância do acionista majoritário?

(5) – O direito da ABC perecerá caso o TJSP aguarde a constituição do tribunal arbitral, especialmente considerando que o tribunal não estará formado antes de abril de 2019, quando ocorrerá a próxima AGO, e que perder-se-á o direito de fiscalizar a companhia entre 2018 e 2019, caso sejam aprovadas as contas da administração?

Passemos, pois, a expor o nosso entendimento sobre o caso.

3. Parecer Preliminar.

3.1. Introdução: a indispensável calibração teleológica do metro exegético; regras de *proteção à minoria* não devem ser aplicadas *contra a minoria*.

Sem prejuízo dos argumentos que, a seu tempo e modo, ainda venham a ser ulteriormente desenvolvidos em parecer definitivo, e

ressalvadas as limitações impostas pela urgência do caso nesta etapa, de partida afigura-se-nos muito importante observar que *o correto equacionamento do problema central envolvido na consulta pressupõe, antes de mais nada, que na interpretação e na aplicação das normas jurídicas o intérprete tenha sempre em conta os interesses tutelados e os fins a que elas se destinam.*

No caso, de rigor lembrar que, dentre os direitos essenciais de acionista – assim entendidos aqueles inerentes ao *status socii* e que, como tais, não podem ser restringidos ou limitados pelo estatuto ou pela assembleia geral –, destaca-se o direito de fiscalizar a gestão social na forma da lei. É o que se colhe da letra do art. 109, III, da Lei das S/A:

Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista dos direitos de:
«*omissis*»

III – *fiscalizar, na forma prevista nesta lei, a gestão dos negócios sociais;*
«*omissis*»

§ 2º. *Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembleia geral* (grifos do autor).
«*omissis*»

Dentre os meios que a lei confere ao acionista para assegurar o exercício do direito essencial de fiscalização, sobressai, no que aqui mais nos interessa, o poder da minoria de indicar membros para compor o Conselho Fiscal da Companhia (LSA, art. 161, § 4º), tido por muitos estudiosos como “um dos mais expressivos direitos de proteção”.²

2 REQUILÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 1980. v. 2, p. 77 – para quem “a representação da minoria constitui um dos mais expressivos direitos de proteção”.

No desenho da atual Lei de Sociedades por Ações, o Conselho Fiscal indubitavelmente “constitui o instrumento interno, orgânico e institucionalizado, para o exercício da fiscalização por parte dos acionistas”.³

Trata-se, ademais, de órgão que tem a sua atuação voltada sobretudo à *proteção da minoria* acionária. “A forma como o legislador de 1976 disciplinou o conselho fiscal” – frisa José Waldecy Lucena – “indica, sem qualquer entredúvida, ter tido sua atenção voltada para os minoritários. Mesmo porque, como parece óbvio, os majoritários ou assumem, eles próprios, os cargos de administração da companhia, ou elegem administradores de sua confiança para os exercer, nenhum sendo, de conseguinte, seu interesse na fiscalização das contas e da gestão da companhia”.⁴

Por isso – e por mais intuitivo que seja dizê-lo – a interpretação de suas regras não deve ser feita de forma contrária aos fins a que o órgão se destina ou aos interesses dos minoritários que se buscam preservar. Por outras palavras, não é possível que, na compreensão da disciplina legal, se possa prestigiar exegese que, em termos práticos, reduza a eficácia fiscalizatória do órgão ou prejudique a atuação de não controladores.

A interpretação da lei há de ser, antes de tudo, teleológica.⁵

3 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. III, p. 198. Para Osmar Brina Correa Lima, “no seio da companhia, a *principal forma* prescrita em lei para a fiscalização dos negócios sociais encontra-se no capítulo disciplinador do Conselho Fiscal” (grifos do autor). (*O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 30).

4 LUCENA, José Waldecy. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. 2, n. 8, p. 671. Cf. ainda sobre o tema: LACERDA, J. C. Sampaio de. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978, p. 218; e LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Advocacia de empresas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 41-44.

5 “Toda prescrição legal tem provavelmente um escopo”, já dizia Carlos Maximiliano, “e presume-se que a este pretenderam corresponder os autores da mesma, isto é, quiseram tornar eficiente, converter em realidade o objetivo ideado. A regra positiva deve ser entendida de

Portanto, e assim também pensa Nelson Eizirik, “é necessário que as normas que regulam [o Conselho Fiscal] sejam interpretadas de modo a alcançar as finalidades para as quais foi instituído. Deve-se, por um lado, interpretar as normas que tratam de seu funcionamento e da sua composição de forma a *facilitar, e não dificultar*, a sua instalação – quando não permanente – e *a permitir a presença de membros eleitos pelos acionistas minoritários*; afinal, *a principal justificativa da existência do órgão é a de possibilitar a fiscalização de administradores por parte dos acionistas não controladores*”.⁶

Ou seja, para além de órgão social, o Conselho Fiscal é antes de tudo instrumento de proteção à minoria, e esse é um vetor do qual o intérprete não pode se esquecer ou pretender se desvencilhar.

De resto, tão ou mais importante do que prever regras jurídicas de *proteção à minoria* é a disposição do aplicador da lei em torná-las efetivas, e não em meras promessas vazias.⁷ É essa a relevantíssima advertência do excepcional jurista alemão Herbert Wiedemann sobre o real papel do jurista:

modo que satisfaça aquele propósito; quando assim se não procedia, construíam a obra do hermeneuta sobre a areia movediça do processo gramatical” (grifos do autor). (Hermenêutica e aplicação do direito. 21ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, nº 161, p. 139).

6 EIZIRIK, Nelson. Op. cit. p. 199 (grifos do autor).

7 Conforme destacamos em outro estudo, “a proteção à minoria não é somente um imperativo ético-social; é, para além disso, uma exigência essencial ao próprio funcionamento das sociedades. Sem mecanismos de tutela dos sócios, não iriam as sociedades exercer o relevante papel de captação de recursos para a exploração e consecução de um fim comum: não haveria o fenômeno da colaboração” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, nº 2.3, p. 52). De mais a mais, como bem destacaram Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, “é evidente que ninguém participaria de uma sociedade em que a maioria pudesse tudo, inclusive deliberar no seu exclusivo interesse, ou contra o interesse da sociedade, ou em que imperasse a *lei da selva*” (*A Lei das S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p. 161).

<p>“Wichtiger als ein geeignetes Rechtsprinzip sind Bewusstsein und Wille der Juristen, der Minderheit in einem Verband, dem unterlegenen Vertragspartner oder allgemein den benachteiligten Personen und Gruppen der Gesellschaft Rechtsschutz zu gewähren. Solange Rechtsprechung und Wissenschaft sich nur berufen fühlen, die <i>äußere Legalität</i>, nicht jedoch die <i>innere Sachgerechtigkeit</i> privatrechtlicher Gestaltungen nachzuprüfen, bleiben auch vorhandene gesetzliche Anknüpfungsmöglichkeiten ungenutzt”.⁸</p>	<p>“Mais importante do que princípios jurídicos adequados são a consciência e a vontade dos juristas de conceder proteção jurídica adequada à minoria em uma organização societária, à parte contratual inferiorizada ou em geral às pessoas e grupos desfavorecidos na sociedade. Enquanto a jurisprudência e a doutrina apenas se sentirem instadas a examinar unicamente a <i>legalidade extrínseca</i>, não porém a <i>justiça substancial</i> dos mecanismos jurídicos, as possíveis conexões legais existentes permanecem subutilizadas”.⁸</p>
---	---

Dito isso, vejamos o caso concreto.

3.2. O direito de eleição pela minoria para integrar o Conselho Fiscal pode ser exercido a qualquer momento.

Para negar o direito da Consulente a eleger membros para integrar o Conselho Fiscal, valeu-se o sobrinho de Fulano & Beltrano Silva do pretexto de que, sendo o órgão de funcionamento permanente, somente na Assembleia Geral Ordinária da Companhia é que poderia a minoria eleger os membros de sua indicação e, como isso não ocorreu no conclave do início de 2018, apenas em 2019 é que poderá a Consulente voltar a fazê-lo.

Trata-se, a nosso ver, de claro sofisma.

⁸ WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*, Band 1 – *Grundlagen*. München: C. H. Beck, 1980, § 8 II, p. 425.

Se é certo que os administradores e fiscais devam ser eleitos na Assembleia Geral Ordinária, “*quando for o caso*” (LSA, art. 132, III), nota-se, “quando for o caso”, tal não significa, por óbvio, que essa eleição não possa se dar em outro conclave. Não é possível interpretar a regra *a contrario sensu* para dela extrair a proibição de que tal se dê em outro momento.⁹

E assim é porque, na estrutura orgânica da sociedade anônima, a Assembleia Geral, pouco importando o tempo em que se a reúna, é sempre o mesmo órgão; é sempre soberana; tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (LSA, art. 121) e pode “*a qualquer tempo*”, insista-se, “a qualquer tempo” deliberar sobre a eleição ou destituição de administradores e fiscais, nos termos do que expressamente se prevê no art. 122, II, da Lei das S/A:

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

«*omissis*»

II – *eleger* ou destituir, *a qualquer tempo*, os administradores e *fiscais da companhia*, ressalvado o disposto no inc. II do art. 142; (grifos do autor)

«*omissis*»

Não é por outra razão que, amparado na interpretação sistemática da Lei das S/A e nas regras expressas de seus arts. 121 e 122, II, também Nelson Eizirik observa que “a competência para a eleição

⁹ O argumento *a contrario sensu*, “muito prestigioso outrora, mal visto hoje pela doutrina, pouco usado pela jurisprudência” e que, ainda nas palavras de Carlos Maximiliano, constitui “meio de dedução e de desenvolvimento legislativamente, só adotável cautamente” (Op. cit., nº 296, p. 221-222), não pode ser validamente utilizado na espécie porque, em outros preceitos, a competência do órgão é ampla, como adiante se verá. Na realidade, à interpretação do art. 132, III, da Lei das S/A, deve-se aplicar a parêmia oposta: *positio unius non est exclusio alterius* – a especificação de uma hipótese não redundante em exclusão das demais.

e destituição dos administradores” [e o mesmo certamente vale para conselheiros fiscais] “é, em regra, da assembleia geral ordinária, mas *nada impede que a assembleia geral extraordinária delibere, quando necessário, sobre essa matéria*”.¹⁰

A bem dizer, não são sequer raras ou incomuns as hipóteses em que na Assembleia Geral Ordinária remanescem cargos vagos e que em ulterior conclave os membros faltantes do órgão são escolhidos. Trata-se de ocorrência algo corriqueira, tanto no preenchimento de cargos da administração como naqueles em órgãos de fiscalização.

O que é raro e incomum, mas bastante eloquente sim, é que o controlador queira, depois disso, bloquear o preenchimento dos cargos vagos e reservados à minoria (LSA, art. 161, § 4º, *a e b*). *Cui bono?*

Carece, outrossim, de qualquer fundamento o argumento trazido aos autos pela Zeta de que “o tamanho do Conselho Fiscal é definido na sua constituição, conforme decisão tomada na AGO que antecede cada mandato, por meio de votação majoritária”.¹¹ Isso porque não cabe ao controlador definir o número máximo de conselheiros fiscais a cada mandato, sob pena de violar o direito dos minoritários de eleição em separado de membro do Conselho Fiscal. O que cabe ao controlador, segundo o art. 161, § 4º, *b*, da Lei das S/A é ele-

10 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A comentada*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. vol. II, p. 33. *Cf.* na mesma linha a boa lição de Ricardo Tepedino: “o inciso II do artigo 122 da LSA confere à Assembleia Geral, seja ela ordinária ou extraordinária, competência para ‘eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia’. Por conseguinte, *seja ordinária ou extraordinária a assembleia, ela sempre poderá eleger* (e destituir) *membros* da administração ou *do Conselho Fiscal da companhia*, tanto porque vacante algum cargo (inclusive por força da destituição de alguém na própria reunião), ou porque o Conselho Fiscal tenha se instalado ou, em reforma estatutária, novos cargos na administração tenham sido criados” (grifos do autor) (TEPEDINO, Ricardo. *Assembleia geral ordinária*. In: FILHO, Lamy Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 721). *Cf.* por fim: “Em caso de vacância (*v.g.*, morte, renúncia, sobrevinda incapacidade), *a eleição pode ser feita, no curso do exercício social, por uma assembleia geral extraordinária*” (grifos do autor). (CAMPINHO, Sérgio. *Curso de sociedade anônima*. Rio de Janeiro: Renovar, 2015, nº 14.3, p. 396).

11 *Cf.* fls. 504 do processo nº ...

ger a *maioria* dos membros do conselho, mas não limitar o tamanho do referido órgão de modo a impedir que o minoritário exerça a sua prerrogativa de eleição em separado. De novo, não deve o intérprete esquecer a teleologia do instituto.

Além disso, soa um tanto quanto contraditória a exegese defendida pela Companhia de que, diante de Conselho Fiscal de funcionamento apenas facultativo, o minoritário possa a qualquer tempo exigir a instalação do órgão e eleger os seus membros, e, de outro lado, diante de um Conselho Fiscal de funcionamento permanente – e que, como tal, deveria ser ainda mais efetivo para a minoria – esta não possa então a qualquer tempo eleger os membros nos cargos que lhe são reservadas e ainda hoje estão vagos. A seguir-se por essa linha, então, ter-se-ia a inusitada situação em que um Conselho Fiscal de funcionamento permanente é pior e mais restritivo para a minoria do que aquele de funcionamento meramente eventual! Não faz o mínimo sentido; é exegese que se aparta dos vetores acima referidos.

Por fim – e a revelar a nosso sentir a insustentabilidade da tese defendida pelo controlador – vale destacar que o argumento em que este se fia (segundo o qual, diante de Conselho Fiscal de funcionamento permanente, a eleição apenas poderia se dar na Assembleia Geral Ordinária) é categoricamente desmentido pela *letra expressa do estatuto social* da Companhia, que permite a eleição a qualquer tempo:

CAPÍTULO V

CONSELHO FISCAL

Artigo 26. O Conselho Fiscal funcionará de modo permanente, com os poderes e as atribuições a ele conferidos por lei e compor-se-á de, no mínimo, 3 (três) e, no máximo, 5 (cinco) membros efetivos e suplentes em igual número, acionistas ou não, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pela Assembleia Geral.

«omissis»

Parágrafo 5º. Ocorrendo a vacância do cargo de membro do Conselho Fiscal, o respectivo suplente ocupará seu lugar. Não havendo suplente, a Assembleia Geral será convocada para proceder à eleição de membro para o cargo vago (grifos do autor).

Ou seja, a interpretação da Companhia e do seu controlador, em realidade, contraria a literalidade do estatuto social e, admitida que fosse, reduziria a regra estatutária à completa inutilidade: a eleição, neste caso, não se daria “*a qualquer tempo*”.

Ora, se o estatuto social prevê que o Conselho Fiscal é de funcionamento permanente e se, ainda assim, taxativamente permite a eleição de seus membros “*a qualquer tempo*”, *tollitur quaestio*.

Por isso, quer seja diante da literalidade da lei acionária (LSA, arts. 109, III e § 2º, 121, 122, II, e 161, § 1º), quer seja à vista da expressa regra estatutária, não temos dúvida alguma em assentar que, *desde que interpretada a lei acionária em conformidade com os fins a que se destina e os interesses que busca tutelar, a Consulente encontra-se plenamente legitimada, como acionista minoritária, a eleger em separado membros para compor o Conselho Fiscal em Assembleia Geral que, a seu pedido, venha a ser convocada, para preencher os cargos, que para a minoria estão reservados e hoje ainda vagos*.

4. A inexistente vinculação do tema a regras do acordo de acionistas.

A conclusão a que se chegou nos itens precedentes, sob todas as luzes, não é em nada abalada pelo fato de haver um acordo de acionistas celebrado em 02.09.2017 entre a Zeta Investimentos S/A e ABC (Brazil) S/A, bem ao contrário do que se entendeu em primeira instância.

Dito acordo de acionistas, basta se leia, não disciplina em nenhum momento a forma de preenchimento do Conselho Fiscal da Companhia; não há nele sequer uma disposição genérica à qual o intérprete pudesse se aferrar – mas que, de toda forma, como disposição genérica também sempre seria ineficaz e, portanto, também não vincularia ninguém.

Logo, silente o acordo de acionistas, a conclusão a extrair-se é necessariamente em sentido diametralmente oposto àquela trilhada pelo ilustre Juiz de primeira instância: simplesmente *não pode haver vinculação onde não existe sequer estipulação*.

Acordo de acionistas não pode gerar uma genérica vinculação para refrear o exercício de direitos que nele sequer estão regulados!

Até porque, admitida que fosse a genérica vinculação a acordo em aberto, ter-se-ia, em realidade, vero pacto de submissão, ou sujeição – eis que, tendo o controlador a maioria dentro do grupo, a sua vontade sempre prevaleceria e se imporá aos demais, pouco importando o objeto.

O absurdo fala de per si e a doutrina é uníssona ao apontar a ilegalidade de uma tal situação:

4.6. Ilicitude em razão do objeto indefinido ou ausência de diretriz – as cláusulas vazias. (...) É indispensável que haja determinação das matérias que serão objeto do acordo de controle e do acordo de voto dos minoritários. Não pode a avença ser universal, pois isso representaria uma delegação de voto plena, sem um objetivo claro que pudesse ser cotejado com o interesse social. Os acordos de controle que contêm cláusulas vazias são inválidos e ineficazes quanto aos votos dos seus participantes ou dos administradores vinculados. (...) Insista-se que deve, necessariamente, o acordo de controle conter, *numerus clausus*, as matérias de natureza relevante ou ex-

traordinária que poderão, a cada evento futuro, vincular os administradores, sejam elas de natureza anual ou plurianual, como é o caso dos planos de investimento. Assim, a inespecificidade das matérias torna inválido e ineficaz o acordo, seja com respeito aos próprios signatários, seja quanto aos administradores eleitos pela comunidade de controle.¹²

Ou seja, não há razão jurídica alguma para supor que, pelo só fato de haver um acordo de acionistas, temas que nele não foram tratados (mas que estão regulados na lei acionária) estejam só por isso submetidos à deliberação dos convenientes.

5. Abuso de minoria inexistente: “quem tem medo do fiscal?”

Além de não haver vinculação do tema a acordo de acionistas, também não vemos aderência à realidade na velada insinuação de abuso de minoria – em razão de ter a Consultante só agora pretendido eleger os membros, quando antes não o fez e nem compareceu na Assembleia Geral Ordinária do início do ano.

Abuso de minoria, conforme explicamos em obra específica sobre o tema, *não pode ser simplesmente presumido*, intuído ou ser

12 CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas – homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, nº 4.6, p. 83-84. *É inválido o acordo pelo qual o acionista “obriga-se a (...) manifestar o seu voto de modo que no futuro vier a ser determinado por outro acionista”* (grifos do autor). (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. *Acordo de acionistas*. In: FILHO, Lamy Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 332). Cf. no mesmo sentido: BARRETO, Celso de Albuquerque. *Acordo de acionistas*. Rio de Janeiro: Forense, 1982, p. 64; FILHO, Celso Barbi. *Acordo de acionistas*. Rio de Janeiro: Del Rey, 1993, p. 97 (acrescentando que o acordo “não pode ter por objeto a exclusão de direitos que lei essenciais que a lei assegura aos acionistas”); e CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de acionistas*. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 186 (anotando que “os acordos de acionistas deverão, pois, explicitar os objetivos e o sentido do exercício uniforme do voto, *não sendo válidos os acordos em aberto*”) (grifos do autor).

apenas retoricamente afirmado. Antes, é necessário que se demonstre a presença dos seus estritos pressupostos.¹³

Além disso, em relação ao Conselho Fiscal – que, se de um lado, não deve ser entendido apenas como instrumento da minoria societária (porquanto nele se fazem presentes, sempre em maior número, pessoas eleitas pelo controlador), de outro é sim mecanismo de proteção à minoria e de efetivação do direito essencial de fiscalização – os abusos que nesse órgão podem se verificar são *ou* por parte da atuação dos próprios fiscais *ou* pelos seus eleitores, caso estes escolham pessoas inidôneas,¹⁴ uma e outra hipóteses que simplesmente não podem ser de antemão presumidas para, em última análise, negar o que a lei concede.¹⁵

Os membros do Conselho Fiscal eleitos pela minoria terão para com a Companhia e os seus acionistas os mesmos deveres daqueles eleitos pelo controlador (LSA, art. 165).

13 É o que destacamos na obra antes já citada: “O abuso da minoria, por princípio, não se presume. Necessita ser provado pelo que o procura estabelecer. E substancialmente fundamentado pelo juiz. ‘O só fato que a maioria deseja qualquer coisa’, dizia Friedrich August von Hayek, ‘não basta para considerar bom o que ela deseja’ (...). Deve o julgador ter a devida cautela na análise do caso, certificando-se de que realmente é a parte queixosa que tem razão e, portanto, não é ela própria quem deseja, pela acusação de abuso feita à minoria, aniquilar quem tenha ousado desafiá-la. A visão dos tiranos, conforme observou Maurice Lately, ‘é sempre distorcida a seu favor: O inferno são os outros, em ninguém a frase famosa de Sartre se adapta melhor que nos tiranos, para quem todos aqueles que não são apenas o prolongamento de seu próprio ego, que não são joguetes para os seus objetivos, passam a ser o inferno. Quem quer que impeça a ampliação de seu poder deve ser esmagado (...). Assim o relacionamento natural entre tiranos, com algumas exceções, é a do chefe com o títere” (ADAMEK, Marcelo Vieira von. Op. cit. p. 334-335).

14 Cf. *Ibidem*. p. 200-201.

15 Cf.: “A mera suposição de que a pessoa indicada pelos minoritários poderá atuar contra a companhia, desvirtuando a finalidade da fiscalização, não justifica a conduta do controlador, excluindo a participação dos minoritários, ainda mais quando a legislação pertinente prevê os deveres e responsabilidades do administrador, munindo a empresa dos instrumentos necessários para agir contra o faltoso” (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. 17ª Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº. 2000.002.06318. Relator: Des. Fabricio Paulo B. Bandeira Filho. Data de Julgamento: 09 ago. 2000. Data de Publicação: 18 ago. 2000).

No caso, as razões para que se pretenda eleger os membros para os cargos vagos do Conselho Fiscal apenas nesta etapa são estridentes, e surgiram precisamente quando a Zeta, de Fulano & Beltrano, passaram a criar toda uma gama de dificuldades para que a Consulente pudesse pré-pagar todas as dívidas da Companhia, tendo a Consulente em caixa e à disposição a quantia líquida de R\$ 11.000.000.000,00 (onze bilhões de reais)!

Quem afinal tem medo do fiscal? Eis a pergunta realmente importante.

6. A indispensável concessão de tutela antecipada recursal.

Por fim, não se vislumbra óbice algum à concessão da tutela de urgência pretendida pela Consulente.

O argumento *ad terrorem* da satisfatividade da tutela pleiteada é, de fato, *mais brilhante do que sólido*.

O dogma da suposta inadmissibilidade da concessão de liminares satisfativas, de há muito, está superado. Como todos bem sabem, em inúmeras oportunidades, o tempo coloca ao Magistrado o dilema do tempo do processo – que não é indiferente para o resultado útil da tutela perseguida e a preservação do direito ameaçado. Diante dele, cabe ao juiz decidir sobre qual deva então ser o interesse a preponderar. E para isso há critérios.

No caso, se não se conceder de pronto a tutela pretendida, o tempo fulminará o direito (político) do minoritário de eleger os membros para preencher os cargos vagos no Conselho Fiscal e, conseqüentemente, a fiscalização das contas do exercício em curso restará prejudicada.

O *periculum in mora*, portanto, é estridente: o risco de perecimento do direito não é potencial; é um dado concreto.

O *fumus boni juris* é igualmente incontroverso – e aqui o signatário se reporta a tudo o que restou antes explicado.

Para além disso, no entanto, dois outros aspectos reforçam a necessidade de imediata tutela, a saber: (i) a concessão da tutela antecipada nenhum prejuízo digno de nota causará à Companhia ou mesmo ao controlador (pois o órgão já está constituído, o preenchimento dos cargos vagos não alterará a sua maioria, que continuará a ser do controlador, e, portanto, não há *periculum in mora* reverso algum); e (ii) se não for concedida a liminar, o direito do Consulente perecerá e, ao fim do processo, *não haverá reparação econômica adequada*.

Aplicam-se aqui à perfeição, por isso mesmo, as sempre precisas lições de José Ignácio Botelho de Mesquita, saudoso Professor Titular de Processo Civil da USP, para quem, em casos que tais, *a concessão de tutela antecipatória não é só possível, mas é obrigatória*; é obrigatória:

(...) quando a satisfação o direito pela via específica só é possível em tempo inferior ao demandado pelo processo e, em se tratando de direito susceptível de mensuração econômica (direitos alienáveis), a satisfação pela via subsidiária da reparação em dinheiro seja faticamente impossível.¹⁶

Em suma, a nosso ver, a tutela pretendida pela Consulente pode e deve ser prontamente deferida. Como explicou Herbert Wiedemann na lição acima transcrita, não basta prever regras de proteção à minoria; é sobretudo necessária a disposição do julgador em torná-las efetivas.

16 MESQUITA, José Ignácio Botelho de. *Teses, estudos e pareceres de processo civil*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. v. 3, p. 215. Acrescentou ainda o Mestre que, se tratasse de direito susceptível de mensuração econômica (o que nem sequer é a hipótese em análise), “mas a satisfação seja faticamente difícil”, ainda assim ao juiz seria permitida a concessão da tutela antecipatória.

7. Respostas aos quesitos.

Isto posto, passamos a responder aos quesitos formulados:

(1) – Considerando que (i) o art. 109, III da Lei das S/A prevê ser direito fundamental do acionista a fiscalização da Companhia; (ii) o Estatuto da Gama prevê que o Conselho Fiscal é permanente e será composto por 3 a 5 membros; (iii) o art. 122, II, da Lei das S/A afirma que é prerrogativa da assembleia geral eleger e destituir membros do Conselho Fiscal a qualquer momento; (iv) a ABC detém mais de 49% do capital social da Gama; (v) o art. 161, § 4º, da Lei das S.A. prevê o direito do acionista minoritário com mais de 10% das ações eleger, em separado, membro para o conselho fiscal; (vi) atualmente há 3 conselheiros no Conselho Fiscal da Gama, indaga-se: a ABC tem o direito de eleger, em separado, membro para o Conselho Fiscal, ainda que depois de Assembleia Geral Ordinária (“AGO”) em abril de 2018 que elegeu os membros que hoje atuam no órgão?

R: Sim, sem dúvida. Diante da literalidade da lei acionária (LSA, arts. 109, III e § 2º, 121, 122, II, e 161, § 1º) e diante da conformação da regra estatutária (que, mesmo sendo o órgão de funcionamento permanente, prevê a possibilidade de eleição de membros “a qualquer tempo”), não temos dúvida alguma em assentar que, desde que interpretada a lei acionária em conformidade com os fins a que se destina e com os interesses que busca tutelar, a Consulente encontra-se plenamente legitimada, como acionista minoritária, a eleger em separado membros para compor o Conselho Fiscal em Assembleia Geral que, a seu pedido, venha a ser convocada, para assim preencher os cargos, que para a minoria estão legalmente reservados e ainda hoje estão vagos.

(2) – É necessário aguardar a próxima AGO para que a ABC possa exercer seu direito de eleger, em separado, membro para o CF?

R: A resposta é não, de forma alguma. O direito do minoritário de eleger pessoas para ocuparem no Conselho Fiscal as vagas que lhe são reservadas pode ser exercido a qualquer tempo e, portanto, até

no curso do exercício social, tanto em sede de AGO como de AGE. É o que se extrai da interpretação dos arts. 109, III, 121, 122, II, e 161, § 1º, da Lei das S/A e do art. 26, caput e § 5º, do estatuto social da Companhia. A interpretação contrária, à qual se aferram os que querem a todo custo impedir o exercício do direito de fiscalização (e o porquê o querem obstar é a dúvida que fica) parte do absurdo pressuposto de que, quem pode o mais (= pedir a instalação e eleger os membros de um Conselho Fiscal não-permanente) não pode o menos (= eleger os membros do Conselho Fiscal nas vagas que para tanto se encontram reservadas); mais do que isso, a interpretação contrária torna letra morta a regra estatutária que permite a eleição de fiscais a qualquer tempo.

(3) – O fato de a ABC não ter comparecido à AGO realizada em abril de 2018 lhe priva do direito de eleger, em separado, um membro para o Conselho Fiscal, a qualquer tempo?

R: Evidentemente, não. O fato de a ABCs compreensivelmente não ter comparecido à AGO de 2017 – quando se previa a compra das ações e, portanto, a não permanência do controverso controlador e de seus parentes e prepostos à testa da empresa – não impede que, sobrevivendo fundadas razões para duvidar da lisura da gestão, o minoritário venha a exercer o direito essencial que lhe assiste – de fiscalizar a gestão social – e, nos termos da lei e do estatuto, indicar os membros para compor o órgão nas vagas que lhe cabem, “a qualquer tempo”.

(4) – O exercício pela ABC do direito de eleger, em separado, um membro para o Conselho Fiscal depende de aprovação ou concordância do acionista majoritário?

R: Evidentemente, não. Os direitos de fiscalizar a gestão social e de eleger membro para compor o Conselho Fiscal são direitos que independem de qualquer consentimento do controlador; da mesma forma, o fato de haver um acordo de acionistas em nada modifica essa conclusão, seja porque no pacto parassocial nada consta a respeito do tema, seja porque seria inoperante uma genérica submissão

da minoria à maioria via acordo de acionistas. O direito decorre da lei e nos termos da lei é exercido.

(5) – O direito da ABC perecerá caso o TJSP aguarde a constituição do tribunal arbitral, especialmente considerando que o tribunal não estará formado antes de abril de 2019, quando ocorrerá a próxima AGO, e que perder-se-á o direito de fiscalizar a companhia entre 2018 e 2019, caso sejam aprovadas as contas da administração?

R: Sim, sem dúvida. Em não sendo concedida a liminar pretendida, o direito restará prejudicado – o resultado útil do processo desaparecerá. Nestas situações, em que o tempo não é indiferente, cabe ao juiz sopesar os interesses envolvidos. Se o fizer, somos da opinião que deverá concluir que, no confronto entre as duas posições e levando-se em conta a função própria do Conselho Fiscal e o fato de a eleição de membros pelos minoritários não trazer nenhum prejuízo juridicamente relevante ou tutelável à contraparte (que continuará a ter a maioria na escolha do órgão), a hipótese é de pronto deferimento da tutela pretendida pela Consulente.

É o nosso parecer, s.m.j.

CONVERSÃO OBRIGATÓRIA DE DEBÊNTURES: LIMITES AO PODER DA MAIORIA¹

MANDATORY CONVERSION OF BONDS: LIMITS ON THE POWER OF MAJORITY

Luiz Carlos Malheiros França

Resumo: Para o financiamento de suas atividades, as sociedades empresárias podem utilizar recursos próprios e de seus acionistas ou recorrer ao capital externo. Enquadra-se nessa segunda modalidade a emissão de debêntures, que podem ser conversíveis em ações do capital social da companhia emissora. A comunhão de interesses dos titulares de debêntures de uma mesma emissão se manifesta por meio da assembleia geral de debenturistas, órgão colegiado que tem poderes para modificar as condições originais dos títulos, desde que observado o quórum previsto na escritura de emissão. No entanto, há limites à autonomia da maioria, sendo defeso modificarem as chamadas “condições substanciais” das debêntures, as quais se relacionam ao direito essencial do titular ao recebimento do crédito. Por esse motivo, revela-se ilegal a aprovação não unânime de modificação da escritura de emissão para tornar as debêntures obrigatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora. Nessa hipótese, a escritura de emissão modificada constituiria norma complementar violadora da norma originária, que é a Lei das S.A., circunstância que eiva a deliberação assemblear de nulidade absoluta. Seguindo esse raciocínio, o debenturista discordante pode impugnar judicialmente a deliberação assemblear e sua pretensão não se sujeita ao prazo prescricional de dois anos, previsto no artigo 286 da Lei 6.404/76.

1 Artigo recebido em 21.08.2019 e aceito em 01.06.2020.

Palavras-chave: Assembleia de debenturistas. Poderes. Conversão. Nulidade. Prescrição.

Abstract: Companies can finance their activities with their own resources and that of their shareholders (equity) or obtain external capital (debt). Among the modalities of debt financing is the issuance of bonds, which may or may not be convertible into shares of the issuing company. The collective interests of the owners of the bonds of a single issue are expressed by holding a general bondholders' meeting, a collegial body with powers to modify the original conditions of the instruments, subject to the majority threshold specified in the corresponding indenture. However, there are limits on the autonomy of the majority of bondholders. For example, they cannot modify the so-called "substantive conditions" of the bonds, related to the essential right to receive the credit. For this reason, it is illegal to modify the indenture, without a unanimous vote, to make the bonds obligatorily convertible into preferred shares. In this situation, the amended indenture would violate the underlying rule, contained in the Law of Corporations, a circumstance that is cause for absolute nullity of any such resolution by the general meeting. In line with this, a dissenting bondholder can judicially challenge any decision in this respect, without being subject to the two-year statutory limitation period set forth in Article 286 of the Law of Corporations.

Keywords: Bondholders' meeting. Conversion. Nullity. Statutory limitation.

Sumário: 1. Introdução. 2. Assembleia geral de debenturistas: poderes e limitações. 3. Nulidade absoluta. 4. Conclusão.

1. Introdução.

Para a realização de seu objeto social, as sociedades empresárias podem valer-se de financiamento interno, utilizando de capital

próprio, ou buscar financiamento externo, captando recursos de terceiros.²

Na primeira opção, o financiamento interno pode se dar mediante incorporação de lucros ou de reservas no patrimônio da sociedade, conforme previsto no artigo 169 da Lei 6.404/76 (“LSA”), ou por meio do aporte de recursos pelos sócios, via aumento do capital social com emissão de novas ações ou quotas.

Dentre as opções de financiamento externo disponíveis às sociedades anônimas, destaca-se a emissão de debêntures, títulos de dívida colocados no mercado e que conferem aos seus titulares direito de crédito contra a sociedade emissora (artigo 52 da LSA). A emissão de debêntures se apresenta como alternativa menos custosa em comparação à contração de mútuos bancários.

A debênture deverá ter valor nominal e poderá conter cláusula de correção monetária, bem como assegurar ao seu titular juros, fixos ou variáveis, participação no lucro da companhia e prêmio de reembolso (artigos 54 e 56 da LSA). Poderá, ainda, ser conversível em ações da companhia emissora, nas condições previstas na respectiva escritura de emissão (artigo 57 da LSA).

Em se tratando de debênture conversível, o titular terá a opção de receber o principal e acessórios na data de vencimento ou, alternativamente, exercer o direito à conversão, tornando-se acionista da sociedade.

No entanto, questão controvertida surge quando a maioria dos debenturistas, reunidos em assembleia, decide modificar a escritura de emissão para que as debêntures se tornem obrigatoriamente – e não apenas possivelmente – conversíveis em ações da companhia emissora.

2 Sobre a conceituação e a distinção entre capitais próprios e de terceiros, cf.: PEDREIRA, José Luiz Bullhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 203-207.

De fato, os titulares de debêntures de uma mesma emissão ou série podem se reunir em assembleia para deliberar sobre matéria de interesse da comunhão de debenturistas, incluindo a modificação nas condições originais das debêntures. Para tanto, basta que a maioria necessária, estabelecida na escritura de emissão e não inferior à metade das debêntures em circulação, seja alcançada (artigo 71, §5º, da LSA).

Sendo assim, nessa hipótese caberia ao debenturista discordante tão somente se curvar à vontade da maioria? Em sendo possível pleitear a invalidação da deliberação assemblear, o debenturista fica sujeito ao prazo prescricional previsto no artigo 286 da LSA? Afinal, há alguma limitação ao poder da assembleia geral de debenturistas? Essas são as questões que este artigo se propõe a responder.

Para a elaboração do trabalho, o autor baseou-se em análise histórica dos diplomas legais aplicáveis ao tema, bem como em pesquisa doutrinária e jurisprudencial.

2. Assembleia geral de debenturistas: poderes e limitações.

Como visto acima, extrai-se do artigo 71, §5º, da LSA que, havendo regular convocação e instalação da assembleia geral de debenturistas e aprovação, pelo menos, do(s) titular(es) de mais da metade das debêntures em circulação, as condições originais constantes da escritura de emissão podem ser modificadas.

A adoção do princípio majoritário levando em consideração não apenas as debêntures presentes à assembleia, mas todo o universo em circulação, revela a intenção do legislador de assegurar, por meio de quórum qualificado, que quaisquer modificações nas condições originais da emissão sejam aprovadas por um número relevante de debenturistas.

Essa mesma preocupação tem sido muitas vezes reforçada na própria escritura de emissão, por meio da estipulação de quóruns

ainda mais elevados para que se promova alterações nas debêntures, conforme observa Francisco José Pinheiro Guimarães:

A LSA prevê que modificações nas condições das debêntures dependem de aprovação de, no mínimo, metade das debêntures em circulação (art. 71, §5º). Tal disposição visa a garantir que alterações nas condições das debêntures sejam aprovadas por um número substancial de debenturistas.

A prática de mercado tem sido incluir *quorum* elevado, incluindo, em alguns casos, unanimidade, para aprovação de alterações de condições fundamentais das debêntures, tais como remuneração, datas de pagamento, garantias e prazos de vencimento, assegurando, dessa forma, a cada debenturista, independentemente do valor de seu investimento, que os títulos adquiridos permanecerão substancialmente os mesmos até o seu vencimento, salvo se a alteração for aprovada pelo *quorum* qualificado previsto na escritura de emissão, representativo de parcela significativa dos titulares das debêntures em circulação.³

Todavia, por mais elevado que seja o quórum previsto na escritura de emissão, é preciso analisar se a aprovação majoritária tem o condão de legitimar todo e qualquer tipo de alteração nas condições originais das debêntures ou se há alguma limitação legal que mitigue a soberania da maioria.

Mais especificamente, o que se examina aqui é se a assembleia geral pode suprimir, por maioria, o direito de todos os debenturistas de receber o pagamento do valor nominal das debêntures na data de vencimento, tornando-as mandatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora.

Para essa análise, é cabível recorrer às disposições da LSA relativas aos direitos inerentes às ações e às limitações dos poderes da

3 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Buhlões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 637-638.

assembleia geral de acionistas. Isso porque o §2º do artigo 71 dispõe que se aplica “à assembleia de debenturistas, no que couber, o disposto nesta Lei sobre a assembleia-geral de acionistas”, ao passo que a exposição de motivos da LSA, em sua Seção IV, determina que “o regime da forma, propriedade, circulação e dos ônus constituídos sobre as debêntures é o mesmo das ações”.

Mesmo em tempos anteriores à promulgação da LSA, Tullio Ascarelli já havia recorrido a essa analogia, baseando-se nas limitações que se impõe ao poder da maioria na assembleia geral de acionistas para encontrar as restrições à deliberação da maioria na assembleia de debenturistas:

Pode-se, por analogia, lembrar haver, mesmo da disciplina das assembléias dos acionistas, limites aos poderes da maioria, sendo pacífico dever, a deliberação, não só respeitar as normas ditadas quanto à convocação da assembléia e ao procedimento das suas deliberações, mas as que dizem respeito aos direitos inderrogáveis do acionista e, portanto, aos limites dos poderes da maioria. Análogo problema surge quanto às assembléias dos debenturistas e às deliberações destas.⁴

De uma maneira geral, a assembleia geral de acionistas tem poderes amplos, podendo “decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento”, consoante artigo 121 da LSA.

O artigo 109 da LSA, no entanto, impõe limitação expressa a essa soberania, ao elencar alguns direitos essenciais dos quais “Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista”. São eles: I – direito de participar dos lucros sociais; II – direito de participar do acervo da companhia, em caso de liquidação; III – direi-

⁴ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Quorum, 2008. p. 735.

to de fiscalizar a gestão dos negócios sociais; IV – direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição; e V – retirar-se da sociedade nos casos previstos na LSA.

Esses direitos essenciais, também chamados de individuais ou intangíveis, recebem proteção especial da LSA porque neles se sustenta a própria origem da sociedade. São direitos substanciais à qualidade de sócio, de forma que, se pudessem ser suprimidos por força da maioria, o sócio não haveria ingressado na sociedade, investindo nela uma parcela do seu patrimônio.⁵

Dessa forma, será nula qualquer deliberação assemblear que pretenda infringir essa norma cogente e suprimir dos acionistas algum desses direitos essenciais:

Qualquer deliberação assemblear no sentido de tolher os acionistas de direito essencial é eivada de nulidade. Do contrário, quedaria sujeita ao arbítrio da maioria, ou seja, não representaria garantia imutável. Neste ponto, vale a observação de que, embora os direitos individuais (como são os direitos essenciais) não possam ser confundidos com os direitos de minoria, uma vez que estes são típicos de uma categoria de acionistas considerados em oposição aos que formam a maioria, a inderrogabilidade estatuída em lei tem fundamento principalmente na necessidade de proteção do acionista – qualquer acionista – contra abusos por parte da maioria.

Assim, a proposta de deliberação assemblear que tencione criar dispositivo estatutário que tenha como objetivo privar os acionistas de direito essencial, não poderá ser aprovada.

5 MESSINEO, Francesco. *Manual di Diritto Civile e Commerciale*. Milano: Giuffrè. v. 4, p. 484.

Por serem da essência do contrato de sociedade, os acionistas não podem validamente renunciar a esses direitos.⁶

Seguindo esse racional, da mesma forma não pode a assembleia geral de debenturistas, por maioria, modificar ou suprimir um direito essencial dos debenturistas. É como ensinam José Edwaldo Tavares Borba e Rodrigo Rabelo Tavares Borba:

Poder-se-ia estipular que todas as condições seriam modificáveis por maioria absoluta dos debenturistas? Ou haveria matérias que somente poderiam ser alteradas por unanimidade? Seguindo a orientação adotada no direito comparado, torna-se necessário diferenciar as condições acessórias das condições substanciais. Estas últimas, as condições substanciais, somente poderiam ser alteradas por unanimidade, enquanto as condições acessórias poderiam ser modificadas por simples maioria ou por qualquer outro quórum, desde que superior, previsto na escritura.⁷

Cumpra perquirir, portanto, quais seriam, no caso das debêntures, essas condições substanciais – ou direitos essenciais – sem os quais o debenturista não teria investido uma parcela de seu patrimônio na aquisição do papel.

Ao formular resposta para tal pergunta, os supracitados autores classificam como acessórias as condições que não contêm conteúdo patrimonial em si, mas que apenas tangenciam o direito creditório propriamente dito, tais como prazo, garantias etc. Por outro turno, as condições substanciais seriam aquelas que correspondem ao crédito

6 BARBOSA, Marcelo. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 304.

7 BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares. Debêntures e bônus de subscrição. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial: sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 3, p. 107.

em si, isto é, ao valor que se tem a receber. Dessa forma, qualquer deliberação assemblear que atinja esse direito, “seja para cancelar o crédito, seja para reduzi-lo, afrontará a substância do próprio crédito, golpeando a esfera subjetiva individual do debenturista, razão pela qual se exige, neste caso, a unanimidade”.⁸

Ao enfrentar a questão, Nelson Eizirik manifesta entendimento no mesmo sentido, diferenciando as condições substanciais e as condições acessórias, ainda, com base no caráter individual ou coletivo dos interesses a que estão relacionadas:

A fim de identificar os limites ao poder da assembleia de debenturistas de alterar, por deliberação majoritária, as condições de emissão das debêntures previstas na escritura, deve-se distinguir as condições substanciais das condições acessórias. As condições substanciais, por pertencerem à órbita dos direitos individuais dos titulares das debêntures, são modificáveis apenas mediante a manifestação unânime dos debenturistas. Já as condições acessórias, que se relacionam com os interesses da comunhão de debenturistas, podem ser alteradas com a aprovação do *quorum* mínimo previsto no § 5º. As condições substanciais são aquelas relacionadas à própria essência do direito de crédito conferido pelas debêntures, representada pelo seu conteúdo patrimonial básico, como é o seu valor, ao passo que as condições acessórias dizem respeito aos elementos que complementam este direito de crédito, como é o caso das cláusulas que definem prazos, garantias e formas de exercício do direito.⁹

8 BORBA, José Edwaldo Tavares, BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares, loc. cit.

9 EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada* – artigos 1º a 79. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 479-481.

O Superior Tribunal de Justiça, por sua vez, já acolheu o entendimento de que “o valor das debêntures não é condição que possa ser alterada por decisão da assembléia geral, nos termos do disposto no artigo 71, §5º, da Lei 6.404/76, pois diz com a própria essência dos títulos”, em acórdão unânime da Quarta Turma, relatado pelo Ministro Ruy Rosado de Aguiar Junior.¹⁰ Destaca-se o voto proferido pelo Ministro Aldir Passarinho Junior naquele julgamento:

Entendo que o valor da debênture é condição sine qua non ao próprio título, de modo que não vejo como se possa mudar a própria essência da relação entre o debenturista e a empresa. Evidentemente que as condições podem ser alteradas quanto a prazo, mas de modo algum a modificação do próprio valor em si da debênture. Penso que não se trata de condição, mas da essência da própria debênture. (grifos do autor)

Outro precedente interessante foi proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, a respeito de debêntures emitidas pela empresa Sansuy S.A., por meio de escritura lavrada em agosto de 1990. Em 10.05.1995, a assembleia geral aprovou, por maioria de votos, a alteração de algumas condições daquelas debêntures. Dessas alterações, a debenturista Sprind DTVM não aceitou as novas condições de preço unitário, prorrogação e prazo de pagamento das debêntures. Diante disso, a emissora ingressou com ação declaratória objetivando a declaração da eficácia *erga omnes* do quanto decidido na referida assembleia.

A ação foi julgada procedente em primeira instância, mas, interpostos recursos por ambas as partes, restou decidido pelo Tribunal de Justiça que “não há como abonar a decisão assemblear quanto à alteração do valor unitário das debêntures [...]. O valor unitário dos

10 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Quarta Turma. Recurso Especial n.º 303.825/SP. Relator: Ministro Ruy Rosado de Aguiar. Julgado em: 19 jun. 2001. Publicado no DJ em: 29 out. 2001, p. 211.

títulos, como é bem de ver, não representa mera condição dos papéis, mas é de sua própria essência, sendo vedada a mencionada alteração nos termos do dispositivo aludido” e, sendo assim, “resulta, pois, procedente, em parte, a ação, a fim de que apenas o adiamento do resgate valha para a ré”.¹¹

Com efeito, a emissão de debêntures constitui uma operação de mútuo, sendo as debêntures título de crédito formal representativo de uma parte do empréstimo contraído pela sociedade emissora.¹²

A natureza jurídica de mútuo sempre foi reconhecida nos diplomas legais que regulamentaram a matéria. O Decreto 177-A, de 15.09.1893, dispunha em seu artigo 1º que “As companhias ou sociedades anônimas poderão emitir empréstimos em obrigações ao portador (debêntures) de conformidade com o disposto nesta Lei”.

Por sua vez, o Decreto-Lei 781, de 12.10.1938, estabelecia no artigo 1º que “Os empréstimos por obrigações ao portador (debêntures) contraídos pelas sociedades anônimas ou em comandita por ações, ou pelas autorizadas por lei especial [...]”.

E por fim, o artigo 52 da LSA prevê que “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direitos de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e do certificado”.

Em sendo um mútuo, parece evidente que é um direito essencial do debenturista receber o valor nominal desembolsado na aquisição da debênture, acrescido da remuneração prevista na escritura de emissão, na medida em que, se não lhe fosse conferido tal direito

11 *Apud* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 17ª Câmara de Direito Privado. Apelação nº 0006105-81.2009.8.26.0000. Relator Desembargador Afonso Bráz. Julgado em: 21 ago. 2013. Publicado no DJ em 05 set. 2013.

12 WALD, Arnoldo. O regime jurídico da comunhão de debenturistas e as condições de validade e oponibilidade das deliberações assembleares. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, 2004, n. 94, p. 5-12.

– ou, ainda, se houvesse o mínimo risco de tê-lo suprimido pela vontade da maioria –, o mesmo não teria feito a aquisição.

Nesse passo, a conversibilidade da debênture em ações da emissora não substitui esse direito de crédito, tratando-se tão somente de um *plus*. Como assinalam Modesto Carvalhosa e Fernando Kuyven, “a cláusula de conversibilidade – que outorga ao possuidor direito alternativo e potestativo – constitui uma vantagem adicional ao seu imutável direito de crédito”.¹³ Francisco José Pinheiro Guimarães também ressalta o caráter discricionário da decisão a ser tomada individualmente pelo titular da debênture conversível:

A decisão sobre o exercício do direito de conversão é individual do debenturista, ou seja, observados os termos e condições da escritura de emissão, cada debenturista decide individualmente sobre a conveniência e oportunidade de converter suas debêntures em ações, não havendo para tanto necessidade de deliberação em assembléia de debenturistas.¹⁴

Isso se extrai do próprio artigo 57 da LSA, que, ao prever a possibilidade de a debênture ser conversível em ações da companhia, determina, em seu inciso III, que a escritura de emissão especifique o prazo ou época para o “exercício do direito à conversão”.

Ou seja, a conversão deve ser um “direito” a ser exercido, facultativamente, pelo debenturista. Nas palavras de José Waldecy Lucena, o debenturista “é o único juiz de sua decisão de se ver reembolsado do capital investido nas debêntures ou se tornar sócio da emissora”.¹⁵

13 CARVALHOSA, Modesto; KUYVEN, Fernando. *Tratado de direito empresarial: Sociedades anônimas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 3, p. 414.

14 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro, op. cit., p. 595.

15 LUCENA, José Waldecy. *Das Sociedades Anônimas: Comentários à Lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. v. I, p. 594-595.

Nessa mesma linha, o professor Luiz Gastão Paes de Barros Leães ensina que a “existência da cláusula de conversibilidade não altera, assim, a natureza desses títulos, que apenas se singularizam por incorporarem, além do normal crédito obrigacional, a faculdade, atribuída a seus titulares, de converter a quota creditícia em quota social”.¹⁶

Compreender a conversibilidade sob o viés de uma faculdade do debenturista é fundamental até mesmo do ponto de vista lógico, pois a conversão poderá resultar em perda financeira para o titular da debênture, a depender do contexto em que exercida. Com efeito, a substituição do título de dívida por ações preferenciais da companhia emissora pode proporcionar ao titular um rendimento menor, caso os dividendos relativos às ações sejam inferiores aos juros atrelados às debêntures. Além disso, pode ocasionar perda de capital, na hipótese em que o custo de aquisição das ações por meio das bases de conversão seja superior ao valor de mercado dessas mesmas ações. Portanto, obrigar o titular a converter suas debêntures pode significar impor-lhe uma perda financeira, dependendo da cotação das ações da companhia no mercado ou do valor dos dividendos que elas proporcionam.¹⁷

É necessário diferenciar, portanto, as duas modalidades – distintas e independentes – de contraprestação a que fica submetida a emissora da debênture conversível, sujeita ao livre arbítrio do debenturista para escolher entre elas: uma é o “pagamento”, que, de acordo com o §2º do artigo 54 da LSA, somente poderá ser feito “em moeda ou em bens avaliados nos termos do artigo 8º”; a outra é a conversão das debêntures em ações do seu capital social.

Assim, a assembleia geral de debenturistas não pode suplantiar a separação entre essas modalidades de contraprestação previstas na

16 LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Debêntures conversíveis em ações*. Pareceres. São Paulo: Singular, 2004. v. 2, p. 778.

17 GUIMARÃES, Francisco José Pinheiro, op. cit., p. 595.

LSA (pagamento e conversão), aglutinando-as indevidamente para forçar o debenturista a receber ações preferenciais da companhia emissora à título de pagamento, sobretudo porque, como visto, isso pode significar a imposição injustificada de um prejuízo econômico.

Ao se debruçar sobre a possibilidade de emissão de uma debênture obrigatoriamente conversível em ações, José Edwaldo Tavares Borba assim concluiu, em diferentes obras:

Uma debênture obrigatoriamente conversível em ações, ou conversível por decisão da emitente, não seria uma verdadeira debênture, tanto que o direito de crédito estaria comprometido pela destinação compulsória ou involuntária do título ao pagamento de uma subscrição de ações. Ter-se-ia, no caso, mais apropriadamente, um adiantamento de numerário, com remuneração incidental, para futuro aumento de capital, ou, melhor dizendo, especialmente em se tratando, de debênture obrigatoriamente conversível em ações, um aporte irrevogável de capital, à conta de futuras subscrições. No direito brasileiro, a questão recebeu tratamento normativo impositivo, uma vez que o exercício da conversão foi definido como um direito (art. 57, III), em seção da Lei n. 6.404/76 (Seção I, do Capítulo V), que trata especificamente dos direitos dos debenturistas.¹⁸

Note-se que, pela redação do art. 57, III, da Lei n. 6.404/76, a conversão é qualificada como um direito do acionista. Assim, uma debênture obrigatoriamente conversível, embora a hipótese não seja desconhecida no mercado, configuraria manifesta dissonância com as normas que regulam o instituto. Uma debênture obrigatoriamente

18 BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 215-216.

conversível estaria, em essência, muito mais próxima de um adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) do que de uma verdadeira debênture.¹⁹

Ao tratar do tema, Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto chamou a atenção, de maneira muito oportuna, para o Parecer CVM/SJU n. 027/84, que assim consignou: “A compulsoriedade na conversão de debêntures em ações resulta em descaracterização daquele título”.²⁰

Diante de todos esses elementos, forçoso concluir que, mesmo por maioria, a assembleia geral de debenturistas não pode modificar as condições originais da escritura de emissão para tornar as debêntures mandatoriamente conversíveis em ações preferenciais da companhia emissora, visto que isso afronta direito essencial dos debenturistas, sob a forma de violação aos artigos 52, 54, §2º e 57, III, da LSA.

3. Nulidade Absoluta.

Segundo a regra contida no artigo 286 da LSA, prescreve em 2 (dois) anos, contados da deliberação, a ação “para anular as deliberações tomadas em assembleia-geral ou especial, irregularmente convocada ou instalada, violadoras da lei ou do estatuto, ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação”. Portanto, pode-se argumentar que a pretensão anulatória do debenturista discordante deve ser exercida em 2 (dois) anos, sob pena de a deliberação assemblear restar convalidada.

Entretanto, a doutrina societária há muito já se debruçou sobre o tema, firmando o entendimento de que o artigo 286 da LSA estabelece apenas um regime de anulabilidades, ou seja, somente se aplica às nulidades relativas, nunca às nulidades absolutas.

19 BORBA, José Edwaldo Tavares; BORBA, Rodrigo Rabelo Tavares, op. cit., p. 108.

20 NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. *Lei das Sociedades por Ações anotada*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 138

Afinal, como bem pontua Erasmo Valladão, se “o regime de anulabilidades, adotado originariamente no Decreto-Lei n. 2.627/40, e repetido na Lei 6.404/76, fosse aplicável a todo e qualquer vício das deliberações assembleares, aos acionistas seria permitida a produção dos efeitos jurídicos que bem entendessem, caso nenhum deles viesse a impugnar o ato no prazo legalmente previsto”.²¹

No mesmo sentir, a ponderação de Lobo Xavier, para quem “a aplicação exclusiva do regime descrito às deliberações ilegais traria como consequência, em último termo, que os sócios das sociedades mercantis ficariam autorizados a por pura e simplesmente de lado toda a ordem jurídica”.²²

O negócio jurídico eivado de nulidade relativa (também chamada *anulabilidade*) produz efeitos desde sua origem até a sua eventual anulação, que depende de sentença judicial e cujos efeitos serão *ex nunc* (artigo 177, Código Civil). Ademais, é possível que o vício seja sanado e o ato convalesça, seja pelo tempo – com o decurso do prazo decadencial ou prescricional para sua anulação –, seja pela vontade das partes.

De maneira diversa, o negócio jurídico maculado com nulidade absoluta não é capaz de produzir efeitos, razão pela qual a declaração de sua nulidade pode ser feita de ofício pelo juiz e retroage à origem do ato, produzindo efeitos *ex tunc* (artigo 168, § único, Código Civil). A nulidade absoluta não pode ser sanada pela vontade das partes e tampouco pelo tempo, de modo que não está sujeita aos prazos prescricionais ou decadenciais (artigo 169, Código Civil).

Feita a diferenciação, resta analisar, no campo do direito societário, quais seriam as deliberações assembleares que se pode con-

21 FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidez das deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Malheiros, 1999. p. 73.

22 XAVIER, Vasco da Gama Lobo. *Anulação de deliberação social e deliberações conexas*. Coimbra: Atlântida Editora, 1976. p. 124-127.

siderar absolutamente nulas e, portanto, cuja nulidade poderia ser declarada a qualquer tempo, a despeito do prazo prescricional previsto no artigo 286 da LSA.

Segundo Nelson Eizirik, vige no direito societário, como regra, a *anulabilidade* das deliberações assembleares, mesmo aquelas violadoras da lei. Ou seja, em princípio, toda e qualquer deliberação eivada de nulidade poderia vir a convalescer, seja pelo tempo – quando decorrido o prazo do artigo 286 da LSA –, seja pela vontade dos acionistas, que podem retificá-la oportunamente. A exceção a essa regra seriam as deliberações assembleares que criem normas estatutárias contrárias à Lei das S.A.:

Se o vício é da deliberação, por ter sido tomada contra a Lei das S.A. ou o estatuto, ele pode ser posteriormente sanado, ou por um fato – decurso do prazo prescricional – ou por um ato, a sua retificação. Caso a deliberação importe em alteração do estatuto, incluindo-se disposição contrária à Lei das S.A., norma hierarquicamente superior, a regra estatutária é nula de pleno direito.

No caso de modificação do estatuto para criar uma disciplina contrária à Lei das S.A., como, por exemplo, estabelecendo *quórum* de instalação ou de deliberação inferior ao legal, o vício não está na assembleia, mas no conteúdo da deliberação que, ao criar regra conflitante com a norma superior, caracteriza a nulidade da disposição estatutária. Trata-se, a nosso ver, da única hipótese de nulidade no âmbito do Direito Societário, necessariamente menos rigoroso do que o Direito Civil no tratamento da matéria. A reforma estatutária pode resultar em algumas normas que conflitem com a Lei das S.A., outras que lhe sejam conformes. As conflitantes serão nulas, as conformes serão válidas.²³

23 XAVIER, Vasco da Gama Lobo, op. cit., p. 514.

Como se vê, o autor recorre ao princípio *lex superior derogat inferior*, para concluir que o estatuto de uma companhia (norma inferior ou complementar) jamais pode conter norma que esteja em desacordo com a LSA (norma superior ou originária). Assim prossegue:

Os atos normativos podem ser originários ou complementares. Os primeiros são os emanados por um órgão estatal em virtude de competência própria, outorgada pela Constituição, para a edição de normas, como ocorre com o Poder Legislativo. Já os atos normativos complementares são os que se formam em virtude da autorização de outro Poder, como ocorre com os regulamentos. No plano do Direito Societário, a Lei das S.A. constitui o ato normativo originário, enquanto os estatutos sociais podem ser considerados como atos normativos complementares.

O estatuto constitui um ordenamento, um conjunto de normas jurídicas, de eficácia limitada à disciplina de uma companhia, que retira o seu fundamento de validade da Lei das S.A., norma hierarquicamente superior, que determina como devem ser produzidas as normas estatutárias, quais os órgãos competentes para tanto e como se deve dar o processo de sua elaboração. Assim, o estatuto obriga seus destinatários – acionistas, administradores, fiscais, empregados -, na medida em que: (i) as normas nele contidas são produzidas na forma indicada na Lei das S.A.; e (ii) não sejam contrárias à Lei das S.A. [...]

A regra estatutária contrária à norma superior é nula, não pode ser sanada, nem o decurso do tempo corrige a sua ilegalidade. Nesta hipótese, a única, em nosso entendimento, verifica-se a nulidade absoluta, posto que tal norma estatutária

não pode integrar o ordenamento de determinada sociedade, por contrária à Lei das S.A., norma superior da qual retira seu fundamento de validade.²⁴

No mesmo sentido, a lição de Fábio Konder Comparato, que compara esse tipo de deliberação assemblear, aprovadora ou reformadora do estatuto social, a uma “decisão legislativa”:

A deliberação de assembleia geral que aprova ou reforma o estatuto é, em tudo e por tudo, semelhante a uma decisão legislativa. O efeito desse ato jurídico colegial – o estatuto, tal como a lei –, destaca-se da deliberação, tanto ontológica como cronologicamente. Assim, enquanto a deliberação consiste numa manifestação de vontade de sujeitos determinados (foram *aqueles* acionistas e não outros que a pronunciaram), a regra de direito é um comando geral e abstrato, por destinatários determináveis unicamente por qualificação genérica (acionista, administrador, fiscal, credor da companhia). Ademais, se a deliberação, como ato jurídico, é pontualmente localizada no tempo (de onde a fixação do *dies a quo* do lapso prescricional da ação tendente a anulá-la), o próprio da norma é viger, isto é, durar no tempo. [...] Compreende-se, nessa linha de raciocínio, que quando a lei estabelece uma prescrição *brevi temporis* para a ação anulatória de deliberações da assembleia geral ou especial, não está se referindo às ações que objetivem a declaração de nulidade de normas contidas no estatuto social.²⁵

24 XAVIER, Vasco da Gama Lobo, p. 502-504.

25 COMPARATO, Fábio Konder. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 219-220.

Esse mesmo raciocínio pode ser aplicado às deliberações da assembleia geral de debenturistas que alteram as disposições da respectiva escritura de emissão das debêntures, considerando-se, nesse caso, que a escritura de emissão é ato normativo complementar que deriva da LSA, ato normativo originário.

Fazendo um paralelo com os ensinamentos de Nelson Eizirik transcritos acima, pode-se dizer que a escritura de emissão “constitui um ordenamento, um conjunto de normas jurídicas, de eficácia limitada [...] que retira o seu fundamento de validade da Lei das S.A., norma hierarquicamente superior”. Assim, a escritura de emissão “obriga seus destinatários” – emissora, garantidores, debenturistas –, “na medida em que: (i) as normas nela contidas são produzidas na forma indicada na Lei das S.A.; e (ii) não sejam contrárias à Lei das S.A. [...]”.

Da mesma forma, é possível parafrasear Fábio Konder Comparato em sua lição supra, para concluir que a escritura de emissão “é um comando geral e abstrato, por destinatários determináveis unicamente por qualificação genérica”. Isto é, a alteração da escritura de emissão tem como destinatários não apenas *aqueles* debenturistas que participaram da assembleia geral em que foi aprovada, mas sim toda e qualquer pessoa que venha a assumir a condição de debenturista daquela emissão, mediante circulação dos títulos. Trata-se de regra cujos destinatários não são *determinados*, e sim *determináveis*.

Tudo isso permite concluir, portanto, que a deliberação assemblear no sentido de alterar a escritura de emissão para tornar as debêntures mandatoriamente conversíveis cria uma norma complementar violadora da norma originária, qual seja a LSA, especificamente seus artigos 52, 54, §2º e 57, III. Sendo assim, tal deliberação está eivada de nulidade absoluta, impassível de ser sanada pelo decurso do prazo prescricional do artigo 286 da LSA.

4. Conclusão.

Como em qualquer operação de crédito, é inegável que a pessoa que investe recursos próprios na aquisição de uma debênture o

faz visando à remuneração prevista na escritura de emissão, a ser recebida juntamente com retorno do capital investido, na data de vencimento.

A certeza quanto ao retorno do investimento – ou ao menos quanto à obrigatoriedade do emissor nesse sentido – é elemento fundamental para a decisão do investidor. Afinal, houvesse a possibilidade de tal direito lhe ser suprimido, o investidor não arriscaria uma parcela do seu patrimônio.

Dessa forma, se tomada por maioria, a deliberação da assembleia geral de debenturistas que torna obrigatória a conversão das debêntures em ações preferenciais é manifestamente ilegal, pois retira do debenturista discordante justamente esse direito essencial, que é o de receber a quantia investida na aquisição do título, acrescida da remuneração pactuada.

Essa situação se revela ainda mais iníqua quando se tem em vista que, a depender do contexto em que se dá, a conversão pode representar prejuízo financeiro ao titular da debênture. Isso ocorre precisamente nas hipóteses em que o valor dos dividendos atrelados às ações da companhia é inferior aos juros que as debêntures rendiam ao seu titular antes da conversão, bem como nos casos em que o custo de aquisição das ações, seguindo as bases de conversão estabelecidas na escritura de emissão, é superior ao valor pelo qual essas mesmas ações são negociadas no mercado.

Ademais, como a deliberação assemblear em questão resultaria em uma modificação definitiva na escritura de emissão, seus efeitos se protrairiam no tempo e seriam oponíveis não a sujeitos *determinados*, mas sim *determináveis*: todos aqueles que viessem a adquirir debêntures dessa mesma emissão. Nesse aspecto, ter-se-ia uma norma complementar em permanente conflito com a norma originária que lhe dá suporte, que é a LSA. Essa circunstância reveste a deliberação assemblear de nulidade absoluta, impassível de ser sanada pelo decurso do prazo prescricional estabelecido no artigo 286 da LSA.

A EVOLUÇÃO DA INSOLVÊNCIA TRANSNACIONAL NO BRASIL: UMA ANÁLISE À LUZ DA DOCTRINA E JURISPRUDÊNCIA BRASILEIRA¹

**THE EVOLUTION OF CROSS-BORDER INSOLVENCY IN BRAZIL:
AN ANALYSIS OF BRAZILIAN DOCTRINE AND CASE LAW**

Guilherme Penalva Santos

Resumo: O insucesso empresarial é um risco típico de qualquer empreendimento. Em um mundo cada vez mais globalizado se tornaram cada vez mais frequentes as insolvências ligadas a mais de um Estado. As insolvências transnacionais são mais complexas do que aquelas restritas a um único Estado e, para oferecer uma solução a esse problema, foram desenvolvidas as teorias territorialista e universalista. Cada teoria possui os seus méritos e suas próprias falhas, o que fez surgir teorias intermediárias entre os dois extremos. Neste artigo se pretende estudar o Direito brasileiro, a sua evolução legislativa e as visões da doutrina e da jurisprudência a respeito da insolvência transnacional. Em seguida, serão estudadas as propostas em curso para aperfeiçoamento do nosso direito pátrio. Ao final, será elaborada uma proposta para aperfeiçoar a nossa legislação falimentar às melhores práticas internacionais com vista a aumentar a segurança jurídica e incentivar os investimentos internacionais no Brasil.

Palavras-Chave: Insolvência transnacional. Territorialismo. Universalismo. Jurisprudência brasileira. Lei Modelo de Insolvência da UNCITRAL.

Abstract: Business failure is a typical risk of any business endeavor. In a continuously more globalized world, insolvencies related

1 Artigo recebido em 26.09.2019 e aceito em 14.06.2020.

to more than one state have become increasingly frequent. Cross-border insolvencies are more complex than those restricted to a single state and to offer a solution to this problem, the territorialist and universalist theories were developed. Each theory has its merits and its own shortcomings, which gave rise to intermediate theories between the two extremes. This article intends to study Brazilian Law, its legislative evolution and the views of doctrine and Brazilian case law regarding cross-border insolvency. Afterwards, we will study the ongoing proposals for improving our domestic law. In the end, a proposal will be made to improve our bankruptcy legislation to the best international practice to increase legal certainty and encourage international investment in Brazil.

Keywords: Cross-border insolvency. Territorialism. Universalism. Brazilian case law. UNCITRAL Insolvency Model Law.

Sumário: Introdução. 1. Casos de insolvências transnacionais na jurisprudência brasileira. 2. Propostas de aperfeiçoamento do sistema legal brasileiro. Conclusão.

Introdução.

No passado, uma empresa que quisesse iniciar os seus negócios pedia crédito a um banco local. Obtido os recursos, começava a sua atividade, produzindo bens e serviços que seriam consumidos pela população da sua região. Empreender sempre foi uma atividade de risco, em que a empresa pode prosperar ou não. Quando a atividade não se mostrava viável, o comerciante ia à falência e os seus bens eram repartidos entre os seus credores. Durante muito tempo os processos de falência eram limitados a uma determinada região em que se localizavam toda a atividade e os credores da empresa.

Nos dias de hoje, essa situação é cada vez mais rara. O fenómeno da globalização foi fortemente intensificado na segunda metade do século XX e, desde então, a atividade comercial está cada vez

mais interligada a diferentes países. Hoje as grandes empresas compram e vendem para o exterior, possuem subsidiárias em outros países e tomam recursos com bancos e investidores estrangeiros. A atividade comercial se tornou cosmopolita e essa integração fomentou a expansão do comércio e dos investimentos.

Antigamente era comum uma única sociedade explorar vários ramos de negócio. Contudo, com o passar do tempo, se percebeu que era interessante repartir a exploração de diferentes ramos de negócio entre mais de uma pessoa jurídica. Há diversas razões para a criação dessas sociedades satélites à sociedade principal, como (i) a limitação da responsabilidade por setor de negócio, (ii) custo tributário, (iii) o estabelecimento de foco na atividade principal e (iv) maior facilidade na captação de recursos. Esse fenômeno foi designado pelos professores Alfredo Lamy e Bulhões Pedreira, autores do anteprojeto da atual lei de sociedade por ações, como o processo de expansão da grande empresa que leva “à criação de constelações de sociedades” coligadas, controladas ou agrupadas.²

Muitas dessas sociedades satélites, por diferentes razões, foram criadas no exterior. Contudo, este modelo, por vezes, gera alguma perplexidade quando uma dessas empresas sediadas no exterior passa por um processo de insolvência.³ Há clareza do regime legal aplicável, incluindo o regime de insolvência, quando toda a atividade empresarial, seus bens e credores estão situados em um no mesmo país, mas isso não ocorre quando se trata de uma insolvência transnacional.⁴

2 Conforme justificativa constante na exposição de motivos da Lei nº 6.404/76. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM196-Lei6404.pdf>. Acesso em: 03 ago. 2019.

3 O termo insolvência está sendo usado na sua conotação ampla, a incluir processos de recuperação judicial, extrajudicial ou falência.

4 Cabe destacar que existem tanto no Brasil quanto no exterior os termos Insolvência Transnacional (*transnational insolvency*) e Insolvência Transfronteiriça (*Cross-Border Insolvency*). Verifiquei que em artigos acadêmicos de língua inglesa o termo mais usado era *Cross-Border*

A insolvência transnacional não é um debate novo, conforme nos relata Kurt H Nadelmann.⁵ Em 1302, quando o Banco Ammanati de Pistoia na Itália se tornou insolvente e sua filial em Roma fechou subitamente, houve grande pânico entre os credores. O fato chamou atenção da Santa Sé, pois muitos dos seus membros eram clientes do banco. O banco, situado na República de Pistoia, possuía filiais em diversos outros países da Europa. Tendo em vista que os bens da filial de Roma foram transferidos de Roma para Pistoia, o Papa Bonifácio VII resolveu intervir. Os donos do banco tiveram os seus bens bloqueados por decisão do Santo Padre e foram proibidos pagamentos sem autorização da Santa Sé. Ao final, o Papa Bonifácio VII distribuiu o ativo do banco entre os credores espalhados por vários países da Europa. Vale destacar que o caso só foi bem solucionado porque os poderes do papa transcendiam as fronteiras dos países católicos.

Trajano de Miranda Valverde explica que, do ponto de vista acadêmico, há duas grandes teorias para tratar da insolvência transnacional: o territorialismo e o universalismo.⁶ No territorialismo, de acordo com Kent Anderson, cada Estado tem o poder de decidir acerca dos bens localizados dentro do seu território, observando as suas próprias leis.⁷ Haverá tantos processos de insolvência quanto forem

Insolvency, mas no Brasil o termo mais usado era Insolvência Transnacional. Sem entrar na discussão de qual seria o termo mais apropriado, busquei utilizar o termo mais frequente em artigos acadêmicos escritos em português. De todo o modo, destaco que os termos são sinônimos.

5 NADELMANN, Kurt H. Bankruptcy Treaties. *University of Pennsylvania Law Review and American Law Register*, 1944, vol. 93, no. 1, p. 58-97. Disponível em: www.jstor.org/stable/3333807. Acesso em: 06 ago. 2019.

6 VALVERDE, Trajano de Miranda; SANTOS, J. A. Penalva; SANTOS, Paulo Penalva. *Comentários a Lei de Falências*: (Decreto-lei n.7661, de 21 de junho de 1945). 4. ed., rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1999. v. 3, p. 135-138.

7 ANDERSON, Kent. The Cross-Border Insolvency Paradigm: A Defense of the Modified Universal Approach Considering the Japanese Experience. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, p. 679-779, 2000, p. 679-681. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/jil/vol21/iss4/1/>. Acesso em: 07 ago. 2019.

os países em que a empresa devedora tiver bens. Prossegue o referido autor:

Tradicionalmente, a maneira pela qual a maioria dos Estados e doutrinadores solucionaram os obstáculos internacionais inerentes a estes casos foi através da repartição de insolvências por entre fronteiras nacionais. Esta postura – conhecida como territorialismo – é consistente com os conceitos clássicos de soberania e jurisdição e permite que tribunais locais controlem bens locais nos termos da legislação local. O sistema é simples e previsível, porém, resulta na duplicação de custos administrativos e potencialmente na disparidade de tratamento de credores em condições similares, que eventualmente se encontrem em países diferentes.⁸

O territorialismo, na sua vertente tradicional, não pressupõe a cooperação entre Estados na busca de uma solução mais justa entre todos os credores e o devedor. Os vários processos de insolvência correrão em paralelo e a arrecadação dos ativos no mundo será a soma não coordenada entre esses vários processos. Neste modelo não é necessária a adoção de regras especiais para tratar da insolvência transnacional e os seus resultados tendem a não ser equânimes entre os credores localizados em diferentes países. Não obstante, Jay L. Westbrook aponta que este ainda é o modelo mais adotado no mundo.⁹

A outra teoria, diametralmente oposta à primeira, é o universalismo que prega a existência de um único processo de insolvência

8 Ibidem. p. 681 (tradução livre).

9 WESTBROOK, Jay Lawrence. The Lessons of Maxwell Communication. *Fordham Law Review*, v. 64, Issue 6, p. 2531-2541, 1996, p. 2532. Disponível em: <https://ir.lawnet.fordham.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3277&context=flr>. Acesso em: 07 ago. 2019.

que terá jurisdição sobre todos os ativos do devedor, mesmo que alguns desses estejam em outros países. De acordo com Frederick Tung, a grande vantagem desse sistema é que, em tese, se garantiria uma distribuição mais justa entre os ativos do credor. Além disso, não haveria a necessidade de se ajuizar diversos processos em vários países, diminuindo os custos para a cobrança do crédito.¹⁰ Para Tung:

Conceitualmente, o universalismo é atraente. Um processo unificado permite que um único tribunal administre os bens do devedor em sua integralidade. Isto maximiza o valor que pode ser preservado para os credores, ao facilitar a disposição coordenada dos bens do devedor. Tal teoria assegura o tratamento equânime dos credores, e evita a duplicação de custos administrativos, os quais se deprenderiam de múltiplos procedimentos. A padronização das leis do país de origem como legislação aplicável promove previsibilidade, consequentemente diminuindo os custos do crédito e facilitando a atividade econômica.¹¹

Teoricamente, este seria o modelo ideal, mas depende de uma cooperação internacional ampla e geral, o que não se observa no atual cenário mundial. Outro problema frequentemente apontado é a identificação de onde seria o centro de principais interesses (“COMI”)¹² da empresa devedora. Sem uma definição clara, as empresas buscariam a jurisdição que lhes pareça mais atrativa, dando ensejo a *forum shopping*.

10 TUNG, Frederick. Skepticism About Universalism: International Bankruptcy and International Relations. UC *Berkeley Law and Economics Working Paper Series*, n. 2001-7, p. 1-61, 2001, p. 8-10. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=267437. Acesso em: 07 ago. 2019.

11 TUNG, Frederick, op. cit., p. 9.

12 *Center of main interest* (“COMI”), na sua designação internacionalmente adotada, equivale ao principal estabelecimento previsto na legislação brasileira.

Entre os dois extremos estão surgindo modelos intermediários em que há diferentes processos de insolvência correndo em paralelo, mas há também cooperação entre os países na busca de uma solução para mais justa para o devedor e a comunidade de credores.

Desde a época do Império, o Brasil já dispunha de legislação para tratar do processo falimentar ligado a mais de um Estado. De acordo com a professora Carmen Tiburcio, a matéria foi primeiramente regulada pelo Decreto nº 6.982/1878, que estabelecia a competência do juiz do principal estabelecimento para processar e julgar a falência. O decreto também previa a possibilidade de reconhecimento de sentenças estrangeiras de falência, desde que houvesse reciprocidade por parte do outro Estado.¹³ Posteriormente, houve poucas modificações pelos Decretos nº 917/1890 e 5.746/1929.

O Código de Processo de Civil de 1939 determinou a competência exclusiva do juiz brasileiro para processar e julgar a falência do comerciante brasileiro domiciliado no Brasil e, nos demais casos, estabeleceu diversas condições para a homologação sentenças falimentares estrangeiras.¹⁴

Em seguida, o Decreto-Lei nº 7.661/45 estabeleceu a competência do juiz brasileiro para processar e julgar a falência do comerciante com principal estabelecimento no Brasil. Dispunha o *caput* do art. 7º do Decreto-Lei nº 7.661/45: “Art. 7º É competente para declarar a falência o juiz em cuja jurisdição o devedor tem o seu principal estabelecimento ou casa filial de outra situada fora do Brasil”.

No entanto, não foram estabelecidas regras sobre o reconhecimento de decisões estrangeiras falimentares.

Por fim, a Lei nº 11.101/05 (“LREF”), atualmente em vigor, pouco inovou, neste aspecto, em relação à lei anterior. Dispõe o art. 3º da atual lei falimentar:

13 TIBURCIO, Carmen. Efeitos extraterritoriais da falência. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 62, ano 16, p. 201-222, out/dez 2013, p. 215.

14 Artigos 786 a 792 do CPC de 1939.

Art. 3º É competente para homologar o plano de recuperação extrajudicial, deferir a recuperação judicial ou decretar a falência o juízo do local do principal estabelecimento do devedor ou da filial de empresa que tenha sede fora do Brasil.

Assim, permanece a omissão legislativa quanto ao tema da homologação de sentenças estrangeiras de falência. Adicionalmente, verificou-se que a atual lei falimentar também era lacunosa em relação à jurisdição brasileira para processar e julgar processos de insolvência de empresas estrangeiras, quando integrantes de um grupo econômico brasileiro, conforme veremos a seguir.

1. Casos de insolvências transnacionais na jurisprudência brasileira.

A globalização é um fenômeno inexorável, levando as empresas a explorar as suas atividades em diferentes países. O insucesso empresarial, risco típico de qualquer atividade, obrigaria cedo ou tarde o Brasil a lidar com os efeitos das insolvências transnacionais. Curiosamente, algumas das primeiras recuperações judiciais envolvendo empresas estrangeiras integrantes de um grupo empresarial não suscitaram maiores questionamentos.

Em 2014 o Grupo Aralco, dedicado à produção de álcool, requereu recuperação judicial no interior de São Paulo. Dentre as sociedades requerentes constava Aralco Finance, sediada em Luxemburgo que tinha como objetivo a captação de recursos financeiros no exterior para a atividade do grupo empresarial no Brasil. O juízo de primeiro grau deferiu o processamento da recuperação judicial sem tecer considerações sobre se teria ou não jurisdição em relação à empresa estrangeira.¹⁵ Como não houve impugnação de nenhum credor

15 Processo nº 1001985-03.2014.8.26.0032 em trâmite perante a 2ª Vara Cível de Araçatuba. Decisão de fls. 4.296/4.300.

nem do Ministério Público, a decisão transitou em julgado. A mesma situação ocorreu com o Grupo Lupatech, em recuperação judicial requerida em 2015.¹⁶

O primeiro caso em que realmente houve discussão acerca da possibilidade de inclusão ou não de empresas estrangeiras em recuperação judicial no Brasil foi na recuperação judicial do Grupo OGX.¹⁷ Cabe destacar que quando esses casos começaram a ser discutidos em processos judiciais e em círculos acadêmicos, a primeira reação foi de prestigiar o princípio da territorialidade e não admitir a jurisdição brasileira em relação às sociedades estrangeiras. A professora Carmen Tibúrcio, em artigo doutrinário, entendeu que “as subsidiárias estrangeiras, por serem independentes, deverão ter processo falimentar próprio, no país da sua sede. Quanto a essas, salvo situações especiais em que se constate que a lei estrangeira admita tal procedimento, eventual decisão brasileira será totalmente ineficaz”.¹⁸ De modo similar, Sérgio Campinho defende a mesma orientação:

Deflui do preceito o ‘sistema de territorialidade’ como critério ou princípio para inspirar a regra de competência. Limitam-se os efeitos da falência ou da recuperação ao próprio país, reconhecendo-se a supremacia da Justiça Nacional para conhecer das matérias. A filial, agência ou sucursal da matriz estrangeira, situada no Brasil, fica con-

16 Processo nº 1050924-67.2015.8.26.0100 em trâmite perante a 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. Decisão de fls. 3.140/3.143.

17 Trata-se de recuperação judicial formulada por quatro sociedades: OGX Petróleo e Gás Participações S.A., OGX Petróleo e Gás S.A., OGX Internacional GMBH e OGX Áustria GMBH, sendo estas duas sociedades estrangeiras e criadas com o único objetivo de servirem de veículo para a obtenção de recursos junto a credores internacionais a fim de viabilizar as operações desenvolvidas no Brasil pela OGX Petróleo e Gás (Recuperação Judicial nº 0377620-56.2013.8.19.0001 em trâmite perante a 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro).

18 TIBURCIO, Carmen. *Subsidiárias estrangeiras têm processo falimentar próprio*. Consultor Jurídico – CONJUR, dez. 2013. Disponível em <https://www.conjur.com.br/2013-dez-04/carmen-tiburcio-subsidiarias-estrangeiras-processo-falimentar-proprio>. Acesso em: 03 ago. 2019.

siderada como um estabelecimento físico autônomo, com administração própria. Os efeitos da declaração da falência, por exemplo, serão produzidos tão-somente em relação aos bens do empresário alienígena situados no Brasil, não envolvendo a matriz situada no exterior.

Consoante anotava Nelson Abrão, a matéria deve ser enfocada no âmbito do Direito Internacional Privado, posto tratar-se de empresários que desenvolvem atividades em vários países – as denominadas empresas transnacionais. Mas, enquanto não vigorar convenção internacional a respeito, continuam a prevalecer as soluções locais, como se verifica no artigo 3º em questão.¹⁹

Nessa linha, em primeiro grau foi indeferido o processamento da recuperação judicial do Grupo OGX em relação às sociedades estrangeiras por ausência de jurisdição.²⁰ O juízo entendeu que seria inviável a eventual decretação de falência dessas sociedades estrangeiras. Ademais, geraria insegurança jurídica a submissão dos credores das sociedades estrangeiras ao sistema jurídico de um outro país onde não foram constituídas as obrigações. Além disso, as sociedades estrangeiras possuem personalidades jurídicas e patrimônio próprio, não se confundindo com os das sociedades brasileiras. Alegou também que as sociedades austríacas poderiam requerer a aplicação do *chapter 15* nos Estados Unidos, uma vez teria sido eleita a Cidade de Nova Iorque como foro de eleição. Constatou na referida decisão:

Por conseguinte, estaria se descaracterizando direitos e obrigações de empresas estrangeiras do-

19 CAMPINHO, Sérgio. *Falência e Recuperação da Empresa – O Novo Regime da Insolvência Empresarial*. 7. ed. Rio de Janeiro: Renovar. 2015. p. 44-45.

20 Processo nº 0377620-56.2013.8.19.0001 em trâmite perante a 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Decisão de fls. 233/242.

tadas de personalidade jurídica própria, contraídos sob a égide de um ordenamento jurídico estrangeiro e afrontando-se a teoria da personificação. O direito pátrio não pode ser aplicado e muito menos a sua proteção jurídica pode ser concedida para uma empresa chinesa, coreana, tailandesa, austríaca ou holandesa, sob pena de violação da soberania da legislação pátria daqueles países ou absoluta inaplicabilidade sem o amparo legal.

Tratar-se-ia de criar uma insegurança jurídica perante credores internacionais que não poderiam ter um julgamento de seus créditos apreciados por nossa legislação, ainda mais sem o amparo do nosso direito. [...] Na ausência de uma legislação nacional com essa previsão de harmonização para falência de grandes empresas com ativos em diversos países, essa lacuna deverá ser suprida pela atuação dos operadores do direito. Não atentar para esse aspecto, significa atentar contra a soberania das nações e de suas legislações, o que ensejaria insegurança jurídica de contratos pactuados alhures, formando-se um cenário negativo para os investimentos externos em nosso país. Sem embargo da decisão proferida, nada impede o ajuizamento do Pedido de Chapter 15, de acordo com o Código de Falências Norte-Americano na Corte Distrital de Nova York, por se tratar do foro de eleição nos negócios jurídicos pactuados com os credores das empresas.²¹

Interposto agravo de instrumento contra essa decisão, inicialmente, a 4ª Câmara Cível havia negado provimento ao recurso,²² pois

21 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, processo nº 0377620-56.2013.8.19.0001. Juiz de Direito Dr. Gilberto Clovis Farias Matos. Trecho da Decisão. Fls. 233 à 242.

22 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Quarta Câmara Cível.

(i) as sociedades estrangeiras não tinham ativos físicos no Brasil, (ii) não haveria jurisdição do Brasil (art. 12 da LINDB – DL nº 4.657/42), uma vez que o domicílio da sociedade se situava fora do Brasil e as obrigações seriam cumpridas fora do Brasil, (iii) as sociedades estrangeiras possuiriam personalidade jurídica própria e (iv) não haveria base legal para deferir a recuperação judicial das estrangeiras. Destacou o relator originário do recurso no Tribunal de Justiça fluminense:

Neste sentido, avulta destacar que, uma vez instado a se pronunciar sobre a regularidade do pedido de Recuperação Judicial, os Ilustres Representantes do Parquet se manifestaram através do profícuo e judicioso Parecer de fls. 130/151, no sentido de estarem presentes os requisitos contábeis para formulação do pleito, ressaltando, outrossim, a impossibilidade de acolhimento da pretensão no que tange às Sociedades Empresárias sediadas no exterior, sem qualquer ativo físico ou filial, agência ou sucursal em solo brasileiro.

Com efeito, impende transcrever o preceituado no artigo 3º da Lei Federal nº 11.101 de 09 de fevereiro de 2005 que regulamenta a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresarial, no âmbito nacional, in verbis: Art. 3º. É competente para homologar o plano de recuperação extrajudicial, deferir a recuperação judicial ou decretar a falência o juízo do local do principal estabelecimento do devedor ou da filial de empresa que tenha sede fora do Brasil.”

Neste diapasão, os Doutos Promotores de Justiça sustentando a existência de obstáculos jurídicos-

Agravo de Instrumento nº 0064658-77.2013.8.19.0000. Relator: Des. Reinaldo Pinto Alberto Filho. Julgado em: 27 nov. 2013. Decisão de fls. 37/52.

legais ao processamento da Recuperação Judicial das Sociedades Estrangeiras pelo Poder Judiciário Brasileiro, enfatizam a incidência do artigo 12 da Lei de Introdução do Código Civil, in litteris: Art. 12. É competente a autoridade judiciária brasileira, quando for o réu domiciliado no Brasil ou aqui tiver de ser cumprida a obrigação. § 1º. Só à autoridade judiciária brasileira compete conhecer das ações relativas a imóveis situados no Brasil. § 2º. A autoridade judiciária brasileira cumprirá, concedido o exequatur e segundo a forma estabelecida pela lei brasileira, as diligências deprecadas por autoridade estrangeira competente, observando a lei desta, quanto ao objeto das diligências.”

Assim, constata-se que as Empresas excluídas da Recuperação Judicial pelo R. Julgado ora Vergastado, quais sejam, OGX INTERNACIONAL GMBH e OGX ÁUSTRIA GMBH HSBC CTVM S/A, bem como seus eventuais credores, detentores dos títulos de dívida emitidos no exterior, na qualidade de financiadores internacionais, possuem, em primeira visada, domicílio além dos limites territoriais nacionais [...]

Ademais, forçoso ressaltar, ainda, que as Sociedades Empresárias sediadas no exterior, mesmo pertencendo ao referido Grupo Econômico OGX, conservam sua plena autonomia patrimonial, como decorrência lógica da Teoria da Personalização [...]

No mais, o Estudo Científico colacionado pelas Recorrentes com o escopo de embasar sua pretensão de processamento da Recuperação Judicial das Empresas sediadas no exterior, perante o Juízo Brasileiro, não se afigura capaz de admitir

tal desiderato, pois conclui “que o Brasil não prevê mecanismo de cooperação judiciária internacional e de coordenação de processos nacionais e estrangeiros.” Enfatizando, ainda, que “A ausência de meios para a cooperação internacional poderia prejudicar a eficácia da medida, notadamente em casos que se pretendesse coordenar o processo brasileiro com outro aberto em outros países, ou imprimir-lhes efeitos extraterritoriais, com a abrangência de bens e a vinculação de credores domiciliados no exterior [...]”

No mais, havendo omissão na legislação pátria, no concernente à sua aplicação além dos abordes da sua jurisdição, observada sua Soberania, bem como a dos demais Estados e as regras de Direito Internacional, descabida é a pretensão recursal, objetivando a inovação no mundo jurídico, exigindo do julgador verdadeira atuação como legislador positivo, o que não é admitido pela Lei Maior.²³

Contudo, esta decisão não prevaleceu, pois posteriormente foi reconhecida a competência da 14ª Câmara Cível, por prevenção, para julgar este recurso. Ao julgar o agravo, a 14ª Câmara Cível deu provimento ao recurso para admitir as sociedades estrangeiras.²⁴ O Tribunal de Justiça admitiu que as sociedades estrangeiras requeressem recuperação judicial no Brasil com base nos seguintes fundamentos: (i) o princípio da preservação da empresa, (ii) tratava-se de

23 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Quarta Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0064658-77.2013.8.19.0000. Relator: Des. Reinaldo Pinto Alberto Filho. Julgado em: 27 nov. 2013. Trecho da decisão. Fls. 45 à 49.

24 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Quarta Câmara Cível. Agravo de instrumento nº 0064658-77.2013.8.19.0000. Relator: Des. Gilberto Campista Guarino. Julgado em 20 fev. 2014. Publicado no DJe de: 24 fev. 2014. O acórdão consta às fls. 244/256 dos autos judiciais.

grupo com finalidade única, sendo que as sociedades estrangeiras apenas existiriam para captar recursos para as sociedades brasileiras, (iii) as empresas estrangeiras apenas captariam recursos no exterior, (iv) a recuperação judicial brasileira seria reconhecida na Áustria, pois o centro de principais interesses do devedor (COMI) estaria no Brasil e (v) o ordenamento jurídico brasileiro seria silente sobre o tema, não proibindo nem permitindo a recuperação judicial de sociedades estrangeiras. Constou no referido acórdão:

Com efeito, a ímpar situação controvertida não pode ser focada unicamente de sob o ângulo da omissão legislativa, clamando por análise a partir da premissa de preservação da empresa, que, sem sombra de dúvidas, promoveu a mais extensa campanha privada nacional exploratória de petróleo e gás, com atividade que produz impactos no desenvolvimento econômico e social brasileiro, além de haver gerado um sem número de empregos [...]

Pois bem... As duas empresas estrangeiras subsidiárias, excluídas, em primeiro grau, do procedimento de recuperação judicial, operam apenas e tão somente em estrita função da controladora, servindo como veículos das sociedades brasileiras para a emissão de títulos de dívidas e recebimento de receitas no exterior, colimando o financiamento das atividades de exploração e produção de petróleo e gás natural no Brasil. Têm-se, portanto, sociedades empresárias estrangeiras que se erigem em estrutura de financiamento de sua controladora nacional, formando um grupo econômico único, em prol de uma única atividade empresarial, o que não é nada incomum na era contemporânea, de globalização de mercados, mais ainda quando se pondera a própria ati-

vidade explorada, que intensifica as relações jurídicas transfronteiriças [...]

Saliente-se, como já mencionado no item 06 (acima), que a legislação austríaca sobre insolvência admite o reconhecimento dos efeitos do respectivo processo estrangeiro, quando o centro de principal interesse do devedor (COMI) está localizado no Estado estrangeiro e o processo for, em essência, comparável ao austríaco, o que, a par do estudo de viabilidade anexado por linha aos autos, mostra-se como sendo o caso.

Isso estando bem claro, não se está erigindo o Estado Juiz à condição de legislador positivo. A ausência de previsão normativa quanto à aplicação do instituto da recuperação judicial além dos limites territoriais, se não o autoriza, por outro lado não o veda. A hipótese desafia a decisão de acordo com a analogia, os costumes e os princípios gerais de direito, conforme prevê o art. 4º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro, de aplicação cauta e excepcional, em situações que, a seu turno, demandem cautela e sejam, por igual, excepcionais. Até porque são os princípios gerais os responsáveis pela atuação do Ordenamento Jurídico à feição de um todo, integrando-lhe setores comunicantes, de outra forma tornados estanques.²⁵

Posteriormente, foram ajuizadas outras recuperações judiciais e extrajudiciais em que também havia empresas estrangeiras sem atividade operacional, mas que tinham como finalidade captar recursos no exterior para o grupo empresarial no Brasil. Nesse sentido citamos

25 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Quarta Câmara Cível. Agravo de instrumento nº 0064658-77.2013.8.19.0000. Relator: Des. Gilberto Campista Guarino. Julgado em 20 fev. 2014. Publicado no DJe de: 24 fev. 2014. Trecho do voto. Fls. 251 à 254.

as recuperações dos grupos OAS,²⁶ Sete Brasil,²⁷ Oi,²⁸ Odebrecht Óleo e Gás²⁹ em que em todas elas foram admitidas as sociedades estrangeiras. Nesse sentido, a título exemplificativo, cumpre ressaltar os seguintes trechos de acórdãos dos Tribunais de Justiça de São Paulo e do Rio de Janeiro em relação aos casos das recuperações judiciais dos Grupos OAS e Sete Brasil, respectivamente:

Como dito, referidas empresas não são operacionais e foram constituídas com o fim único de captar recursos no exterior para financiar as atividades empresariais das coagravadas que, tudo indica, foram nacionalizadas. A principal atividade de referidas empresas é inequivocamente destinada ao desenvolvimento precípua das atividades das demais recuperandas no Brasil, para onde foi remetido o capital por elas negociado, de modo que bem anotou o D. Magistrado da causa, na decisão que deferiu o processamento do pedido; [...] “Nesse caso também incide a regra do art. 88, inc. II, do Código de Processo Civil em vigor, que dispõe: “É competente a autoridade

26 Processo nº 1030812-77.2015.8.26.0100, em trâmite na 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo.

27 Processo nº 0142307-13.2016.8.19.0001 em trâmite na 3ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. Sobre o Caso Sete Brasil, relevante pontuar que as sociedades estrangeiras apenas foram admitidas após julgamento de agravo de instrumento pelo Tribunal de Justiça. Em um primeiro momento as sociedades estrangeiras não foram admitidas pelos seguintes motivos: (i) não estariam submetidas ao sistema jurídico brasileiro, que adota a teoria territorialista, sendo as empresas constituídas, registradas e subordinadas à legislação austríaca; (ii) a Lei nº 11.101/05 não permitiria a participação de empresas estrangeiras, não sendo permitido ao judiciário legislar sobre a matéria, sob pena de violação ao princípio da separação de poderes; e (iii) o Brasil não é signatário de tratados internacionais que permitam o processamento de recuperações judiciais de empresas estrangeiras.

28 Processo nº 0203711-65.2016.8.19.0001 em trâmite na 7ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro.

29 Processo nº 0121854-60.2017.8.19.0001 em trâmite na 4ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro. É digno de nota registrar que este foi um caso de recuperação extrajudicial, mas que foram aplicados os mesmos critérios da recuperação judicial para fins de aferição da jurisdição brasileira em relação às sociedades estrangeiras.

de judiciária brasileira quando: ... II - no Brasil tiver de ser cumprida a obrigação” [...]

“Estabelecido no Brasil o centro principal de atividade do grupo OAS, competente se mostra a jurisdição brasileira para, também, processar a recuperação das empresas estrangeiras vinculadas. O Egrégio Superior Tribunal de Justiça já decidiu pela jurisdição brasileira em caso semelhante: [...]

Vale lembrar, como anotado na decisão impugnada, que o Brasil não é signatário da Lei Modelo da UNCITRAL, Comissão das Nações Unidas para o Direito Mercantil Internacional. Mas não se pode deixar de observar que referida entidade, por intermédio do Grupo de Trabalho V Regime de Insolvência, propõe aos países participantes a edição de leis internas que contenham “um regime aplicável ao reconhecimento dos procedimentos de insolvência estrangeiros relacionados com empresas de um grupo, e a prestação de assistência com esse fim, quando esses procedimentos formam parte do que, no momento, se denomina ‘solução coletiva da insolvência de um grupo’, preconizando justamente a solução coletiva da insolvência do grupo de empresas [...]

Em razão da semelhança com o caso examinado nestes autos, vale lembrar ainda o que decidiu o Egrégio Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro ao admitir o litisconsórcio de empresas transnacionais do Grupo OGX.³⁰

30 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Segunda Câmara Reservada de Direito Empresarial. Agravo Regimental nº 2084295-14.2015.8.26.0000. Relator: Des. Carlos Alberto Garbi. Julgado em: 31 ago. 2015. Publicado no DJe em: 26 set. 2015. Trecho do acórdão. Fls. 3711-3718.

Na hipótese em comento, observa-se que as sociedades estrangeiras foram constituídas com o objetivo de captação de recursos no exterior, para o financiamento das atividades desenvolvidas pelo grupo empresarial sediado no país, razão pela qual, sua admissão no plano de recuperação judicial possibilitará a preservação dos benefícios sociais e econômicos da atividade empresarial, caso seja a situação de crise enfrentada de maneira conjunta, abrangendo-se todas as empresas do grupo econômico. Como se sabe, o litisconsórcio, consubstanciado na pluralidade de partes no processo, está previsto, expressamente no art. 46, do CPC/1973, atual, art. 113, do NCPC, o qual preconiza a possibilidade de duas ou mais pessoas poderem litigar, no mesmo processo, em conjunto, ativa ou passivamente. O pedido de formação de litisconsórcio formulado pelas recuperandas está amparado nas regras inseridas nos incisos I do referido dispositivo, haja vista a evidente comunhão de direitos e obrigações relativas à lide, a justificar a manutenção do litisconsórcio ativo pleiteado, por integrarem as empresas a estrutura jurídica e econômica do Grupo empresarial SETE, com algumas sociedades constituídas em outros países, mas, com o seu principal estabelecimento no Brasil.[...]

Nesse contexto, conclui-se que o litisconsórcio ativo pode facilitar o acordo entre as recuperandas e seus credores, possibilitando a superação da crise econômica da atividade empresarial, de forma célere e eficaz.³¹

31 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Vigésima Segunda Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0034171-22.2016.8.19.0000. Relator: Des. Eduardo Moreira da Silva. Julgado em: 07 fev. 2017. Publicado no DJe em: 10 fev. 2017. Trecho do voto. Fls. 118 à 120.

Os principais argumentos que constaram em todos esses precedentes foram: (i) o centro de principal interesse do grupo (ou principal estabelecimento, utilizando a denominação da Lei nº 11.101/05) estaria no Brasil e (ii) as sociedades estrangeiras não exerceriam atividade empresarial autônoma, servindo como simples meio de captação de recursos no exterior para o grupo empresarial.

Adicionalmente, constaram em alguns dos precedentes acima as seguintes razões: (i) os recursos obtidos no exterior foram nacionalizados e, assim, no Brasil deveria ser cumprida a obrigação, atraindo a jurisdição brasileira (art. 88, II do CPC/73), (ii) o plano de recuperação a ser aprovado será cumprido no Brasil, revelando a jurisdição brasileira (arts. 21 e 22 do CPC/2015), (iii) a Lei nº 11.101/05 seria omissa quanto a jurisdição brasileira em relação a empresas estrangeiras; deste modo caberia ao juiz suprir a omissão com base nos critérios do art. 4º da LINDB e no princípio da preservação da empresa, (iv) a decisão que admitiu as empresas estrangeiras no Brasil pode surtir efeito no exterior se forem propostas ações secundárias requerendo o reconhecimento da ação brasileira no exterior e (v) se fosse necessário ajuizar um procedimento de recuperação em cada país, submetendo-se a leis e juízos diferentes, seria impossível evitar a quebra.

Embora ainda não haja uma decisão do STJ acerca da matéria, parecia estar se formando um certo consenso jurisprudencial acerca das hipóteses em que admitiria a recuperação judicial de empresas estrangeiras, quando integrantes de um grupo empresarial que tivesse as suas principais atividades no Brasil. Todavia, em 2019, foi julgado o caso do Grupo Constellation³² que utilizou critérios diferentes para a aferição da jurisdição brasileira em relação às sociedades estrangeiras.

A recuperação judicial do Grupo Constellation continha dezoito sociedades, sendo cinco sociedades brasileiras e treze socieda-

32 Processo nº 0288463-96.2018.8.19.0001, em trâmite na 1ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro.

des estrangeiras. Todas as sociedades tinham como finalidade possibilitar o desenvolvimento da operação de sondas *onsshore* e *offshore* no Brasil, compondo um grupo econômico. Importante frisar que diferentemente de casos anteriores, algumas das sociedades estrangeiras não se limitavam a captar recursos no exterior, mas sim fretavam ou operavam as sondas. Muitas operavam no Brasil, mas havia uma sociedade que operava no exterior (Índia).

Igualmente relevante é a informação de que, nesse caso concreto, houve acordo prévio à recuperação judicial entre a maioria dos credores e os devedores declarando que o centro de principais interesses do grupo seria no Brasil e, conseqüentemente, a recuperação judicial seria requerida no Brasil.

A decisão de primeiro grau se limitou a dizer que não obstante serem na sua maioria sociedades estrangeiras, “todas elas reúnem esforços no sentido de possibilitar o desenvolvimento da operação de sondas *onsshore* e *offshore* no Brasil, compondo um grupo econômico”.³³ Assim, a decisão não analisou a atividade de cada uma das sociedades.

Não obstante, em interessante decisão, o Tribunal de Justiça fluminense, por maioria, excluiu três sociedades estrangeiras do polo ativo da recuperação judicial.³⁴ A 16ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro entendeu que (i) a jurisdição brasileira, em se tratando de recuperação judicial e falência, obedece ao princípio da territorialidade, pela qual se limita a atuação do juiz nacional às sociedades, brasileiras ou estrangeiras, que possuem bens e atividade econômica em território brasileiro, (ii) no caso de grupo de sociedades, não seria possível aferir a jurisdição brasileira tomando como

33 Processo nº 0288463-96.2018.8.19.0001, em trâmite na 1ª Vara da Comarca do Rio de Janeiro. Fls. 2.083/2.084.

34 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Sexta Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0070417-46.2018.8.19.0000. Relator: Des. Eduardo Gusmão Alves de Brito Neto.

base o centro de principal interesse do grupo. O principal estabelecimento de cada sociedade deverá ser analisado individualmente e (iii) reconheceu-se jurisdição brasileira às sociedades estrangeiras que tenham patrimônio em território nacional, conforme se depreende do excerto a seguir:

1 - A jurisdição brasileira, em se tratando de recuperação judicial e falência, obedece ao Princípio da Territorialidade, ou Grab Rule, pela qual se limita a atuação do juiz nacional às sociedades, brasileiras ou estrangeiras, que possuem bens e atividade econômica em território brasileiro, o que ademais se extrai do artigo 3º, 2ª parte, da Lei 11.101, que ao aludir à sede da filial de empresa estrangeira, sinaliza seu tratamento como verdadeiro patrimônio separado.

2 - A jurisdição para a recuperação das subsidiárias, em se tratando de grupos econômicos, e mercê da autonomia das diversas personalidades jurídicas, não é determinada pelo Centro de Principal Interesse do grupo, entendido como síntese resultante da atividade econômica das diversas sociedades, que serão recuperadas, no plano internacional, em tantos lugares quantos forem os países em que possuírem seu patrimônio, sem prejuízo de que outras jurisdições, segundo seu respectivo ordenamento, atribuam a um dos processos status de principal.

3 - O Centro de Principal Interesse, de todo modo, não pode ser determinado pela simples mensuração do local em que situada a mais destacada zona de atuação da empresa, sob o ponto de vista econômico, ao menos para a finalidade de determinar a jurisdição a ser utilizada.

4 - Reconhecimento de jurisdição brasileira que se limita, em obediência ao Princípio da Territo-

rialidade, às sociedades estrangeiras com patrimônio em território nacional.³⁵

O relator do recurso apontou que a hipótese sob análise seria diferente do caso da OGX, no qual as sociedades existentes no exterior eram absolutamente vazias e se prestavam exclusivamente a instrumentalizar empréstimos, o que não se cogitaria, ao menos para a totalidade das subsidiárias. Também deve-se pontuar que se admitiu a recuperação judicial de empresa que não tenha o seu principal centro de interesses no Brasil, desde que tenha ativos no Brasil. Assim, relativizou o conceito de filial (art 3º, parte final, da LREF) para fins de fixação de jurisdição. Além disso, destacou que a nacionalidade da sociedade seria irrelevante, sendo apenas necessário verificar se a sociedade possui ou não bens no Brasil. Por fim, é digno de registro o seguinte trecho do voto do relator:

Entendo como Relator a preocupação das recuperandas de obter com a recuperação a proteção das empresas que garantiram os financiamentos e que poderão ser alcançadas por possíveis atos executórios caso não obtenham algum tipo de proteção. Todavia esta proteção deve ser conferida pela jurisdição do local onde têm sua sede ou onde mantêm os seus ativos, jurisdição que poderão atribuir ao seu próprio processo natureza ancilar da recuperação em curso no território brasileiro, a depender da respectiva legislação de regência. O que não se pode acolher è a recuperação de uma sociedade materialmente existente mas que, repita-se, não pode ser fiscalizada e alcançada pelo judiciário, ao menos com a velocidade necessária, à mingua de disciplina legislati-

35 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Sexta Câmara Cível. Agravo de Instrumento nº 0070417-46.2018.8.19.0000. Relator: Des. Eduardo Gusmão Alves de Brito Neto. Julgado em: 12 abr. 2019. Publicado no DJe em: 26 abr. 2019. Trecho da ementa. Fls. 2.103/ 2.104.

va e tratados de cooperação entre os países envolvidos.³⁶

Neste caso foi proferido voto vencido que reconhecia a jurisdição brasileira em relação a todas as sociedades estrangeiras aos argumentos de que: (i) houve foro de eleição, pois os detentores de maior monta anuíram que o pleito fosse formulado no Brasil (art. 22, III do CPC) e (ii) a atuação entre as empresas requerentes seria interligada, com garantias cruzadas, tudo em prol do exercício da atividade empresarial, efetivada majoritariamente em território brasileiro.

Opostos embargos de declaração, estes foram parcialmente acolhidos para admitir a jurisdição brasileira em relação a duas sociedades estrangeiras que haviam sido inicialmente excluídas, “ante a prova de que a maior parte dos seus ativos, ainda que indiretamente, consiste em embarcações em operação no território nacional e contratos em execução no país”. Todavia, foi rejeitada a aplicação do foro de eleição internacional (art. 22, III do CPC) para recuperações judiciais, ao argumento de que haveria dúvidas se seria necessária a aprovação de todos os credores ou apenas da sua maioria.

O relator entendeu que seria necessária a concordância de todos os credores, o que na prática inviabiliza o foro de eleição. Argumentou o relator que “um credor de sociedade brasileira não pode ser compelido a se habilitar em país completamente estranho e diverso daquele em que situado o centro de comando da empresa apenas porque credores mais poderosos resolveram manipular a jurisdição a seu bel prazer”. Por outro lado, o vogal vencido afirmou que a prevalecer o entendimento da maioria, a discordância de um único credor, por mais diminuto que o seu crédito seja, poderia inviabilizar a recuperação judicial.

36 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Décima Sexta Câmara. Agravo de Instrumento nº 0070417-46.2018.8.19.0000. Relator: Des. Eduardo Gusmão Alves de Brito Neto. Julgado em: 12 abr. 2019. Publicado no DJe em: 26 abr. 2019. Trecho do voto do relator (fl. 2.126).

Por fim, o relator revelou preocupação com a imprecisão do conceito de centro de principais interesses, pois poderia resultar em fórum shopping. Ele admite recuperação judicial de estrangeiras com centro de principais interesses no exterior, se no Brasil houver ativos.

O que se percebe a partir do estudo do caso do Grupo Constellation é que no Brasil ainda não há nem base legal nem consenso doutrinário ou jurisprudencial que gere segurança para se lidar com as insolvências que extrapolem as fronteiras de um país. Caso fosse adotado o critério de existência de bens no Brasil, poderiam ter sido excluídas as empresas estrangeiras nos casos dos grupos OGX, OAS, Sete Brasil, Oi e Odebrecht Óleo e Gás.

Por outro lado, o estudo desses casos revela que o Brasil tem ampliado a sua jurisdição para abarcar sociedades estrangeiras integrantes de um grupo econômico que atue no Brasil, atendidos certos requisitos. Todavia, muitas vezes é necessária a colaboração da justiça de outros países para garantir efetividade às decisões do judiciário brasileiro nesses casos. Assim, é razoável afirmar que o Brasil, ao admitir a sua jurisdição em processos de recuperação de sociedades estrangeiras, espera cooperação de outros países. Não obstante, paradoxalmente, o Brasil não vem cooperando com outros países para garantir a efetividade de julgados estrangeiros relativos à insolvência de empresas.³⁷

2. Propostas de aperfeiçoamento do sistema legal brasileiro.

Diante deste cenário surge a dúvida de como solucionar esta

37 Acerca do tema, fazemos referência à Sentença Estrangeira Contestada nº 11.277 por meio da qual o STJ negou homologação à sentença estrangeira de falência de controladora de empresa ao argumento de que isso prejudicaria a recuperação judicial da empresa controlada no Brasil. Entendeu o STJ que a “homologação do provimento alienígena ofenderia a ordem pública na medida em que frustraria o objetivo da recuperação judicial ao qual submetida a empresa requerida”. (BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Corte Especial. Sentença Estrangeira Contestada nº 11.277. Relator: Ministro Maria Thereza de Assis Moura. Julgado por unanimidade em: 15 jun. 2016. Publicado no DJe em: 01 jul. 2016).

questão, de sorte a garantir cooperação e segurança jurídica tanto para as hipóteses em que o Brasil requerer cooperação de autoridades estrangeiras, quanto para quando outros Estados requererem cooperação jurídica internacional do Brasil.

A primeira das soluções é por meio da cooperação jurídica internacional disposta na legislação interna de cada país que prevê as hipóteses de homologação de sentenças estrangeiras, concessão de *exequatur* e cooperação jurídica direta. Esta é a solução clássica e independe de acordos entre os países. Esta solução, contudo, não se mostrou satisfatória, uma vez que os diferentes regramentos entre os países reduzem o grau de certeza quanto a eficácia da decisão de insolvência em outro Estado.

Uma segunda solução é por meio de iniciativas legislativas no âmbito regional, dentre as quais citamos: (i) os Tratados de Direito Comercial Internacional, aprovados em Montevideu em 1889 e em 1940, (ii) a Convenção de Direito Internacional Privado dos Estados Americanos de 1928 (Código de Bustamante), (iii) o Regulamento Europeu nº 848 de 2015, relativo aos processos de insolvência e (iv) o Ato Uniforme sobre Organização de Procedimentos Concursais de 2015 da Organização para Harmonização do Direito dos Negócios em África (OHADA). Este segundo mecanismo é melhor do que o primeiro, pois traz mais certeza quanto a execução da decisão de insolvência em outro país. Por outro lado, todas essas iniciativas são restritas a determinadas regiões, como os países integrantes da União Europeia, no caso do Regulamento nº 848 de 2015. Assim, uma decisão de insolvência proferida por um tribunal português pode ser facilmente reconhecida na Holanda. Todavia, uma decisão de insolvência de um país não membro da União Europeia enfrentará dificuldades de ser reconhecida na Holanda.

Uma terceira solução é mediante a incorporação da Lei Modelo de Insolvência da Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional (“UNCITRAL”). O propósito da Lei Modelo é criar instrumentos para que os Estados lidem com as insolvências

transnacionais. Não se trata da unificação da legislação material entre os Estados, mas sim um mecanismo para garantir maior cooperação e coordenação entre as jurisdições. A ideia central é que haja um processo principal de insolvência em determinado país que poderá contar com a colaboração de outros países por meio de processos secundários de insolvência. O propósito da Lei Modelo é ser uma solução mais ampla, uma vez que pode ser adotada por qualquer país do mundo. A incorporação da Lei Modelo também é mais simples do que a modificação da legislação interna dos países por meio de tratados multilaterais, que dependem de ser ratificados por outros Estados. Cada Estado pode adaptar a sua legislação à Lei Modelo de Insolvência independentemente de outros países.

De acordo com a própria UNCITRAL:

A Lei Modelo foi criada para ajudar os Estados a aprimorar suas leis de insolvência com uma estrutura legal moderna para tratar de maneira mais eficaz os processos de insolvência transnacionais relativos a devedores que sofrem graves dificuldades financeiras ou insolvência. Ela se concentra em autorizar e incentivar a cooperação e coordenação entre jurisdições, em vez de tentar a unificação da lei substantiva da insolvência, e respeita as diferenças entre as leis processuais nacionais. Para os fins da Lei Modelo, uma insolvência transnacional é aquela em que o devedor insolvente possui ativos em mais de um Estado ou onde alguns dos credores do devedor não são do Estado em que o processo de insolvência está ocorrendo.³⁸

38 Tradução livre do propósito da Lei Modelo de Insolvência Transnacional. Disponível em: https://uncitral.un.org/en/texts/insolvency/modellaw/cross-border_insolvency. Acesso em: 18 set. 2019.

Acerca dos objetivos da Lei Modelo de Insolvência, explica o professor Márcio Guimarães:

O objetivo da lei é de encaixar como parte integrante dos ordenamentos jurídicos, além de servir como guia para adoção por cada ordenamento jurídico local. No preâmbulo da lei modelo, encontram-se os seguintes objetivos elencados: (a) cooperação entre cortes e outras autoridades competentes do Estado Signatário e de outros Estados Estrangeiros envolvidos em casos de insolvência internacional; (b) maior certeza legal no comércio e investimento; (c) administração equânime e eficiente de insolvências internacionais que proteja os interesses de todos os credores e outras pessoas interessadas, incluindo o devedor e, (e) facilitação do resgate de empresas em dificuldade, de forma a proteger os investimentos e preservar empregos.

Ponto importante da aplicação da lei modelo diz respeito a não permissão de que os juízes analisem o mérito da decisão judicial estrangeira a ser reconhecida, como os atos de insolvência que levaram à abertura do processo e à nomeação do administrador judicial. Ao analisar o conteúdo da lei modelo, pode-se verificar a presença de dois ou mais processos de insolvência estrangeiros, a serem reconhecidos pelo juiz: o processo principal (*main proceeding*) e os não principais (*non-main proceeding*). Paulo Campana assinala que o processo estrangeiro deve ser reconhecido como processo principal de insolvência caso tenha sido aberto no país em que o devedor tenha seu centro dos interesses principais (em inglês, a lei modelo denomina COMI – *center of main interests*),

ao passo que o não principal concerne ao processo que tenha sido aberto em um país em que o devedor tenha filiais ou estabelecimento secundários.³⁹

No Brasil temos atualmente algumas propostas de modernização da nossa legislação: (i) o Projeto de Código Comercial em trâmite na Câmara dos Deputados (Projeto de Lei nº 1.572/2011), (ii) o Projeto de Código Comercial em trâmite no Senado (Projeto de Lei nº 487/2013)⁴⁰ e o (iii) Projeto de Lei nº 10.220/2018, em trâmite na Câmara dos Deputados. Todos os projetos dizem seguir as diretrizes da Lei Modelo da UNCITRAL. Embora todas essas propostas legislativas tragam avanços em relação à lei vigente, é preciso estar atento para que não sejam aprovadas algumas disposições em claro confronto com o espírito da Lei Modelo.

Vejamos, por exemplo, o Projeto de Lei nº 1.572/2011 na versão constante da complementação de voto do Deputado Vicente Cândido.⁴¹ Esta proposta cria um capítulo na LREF para tratar da falência transnacional e introduz diversos dispositivos à lei falimentar brasileira, dentre os quais destaco o art. 188-L⁴² e o art. 188-S.⁴³

39 GUIMARÃES, Márcio Souza. Direito transnacional das empresas em dificuldades. In: COELHO, Fábio Ulhôa (Coord.). *Tratado de direito comercial: falência e recuperação de empresa, direito marítimo*. São Paulo: Saraiva. 2015. v. 7, p. 62.

40 Conforme texto aprovado pela Comissão Temporária para a reforma do Código Comercial em 11 dez. 2018.

41 Complementação de voto do Deputado Vicente Cândido. Disponível em https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1476929&filename=CVO+3+PL157211+%253D%253E+PL+1572/2011. Acesso em: 06 ago. 2019.

42 “Art. 188-L. O credor titular de crédito que não seja executável no Brasil: [...] III – será pago após os credores quirografários, antes do pagamento das multas contratuais e penas pecuniárias, em concurso com os demais titulares de crédito que não seja executável no Brasil”.

43 “Art. 188-S. Se o devedor ainda não estiver falido no Brasil, o reconhecimento de processo falimentar no exterior, principal ou subsidiário, acarreta a suspensão das execuções individuais em curso na Justiça brasileira. § 1º. No caso do caput, o Ministério Público ou qualquer credor

A redação do inciso III do art. 188-L dispõe que nos processos falimentares no Brasil, os credores estrangeiros apenas serão pagos após os credores quirografários. Em suma, o projeto de lei visa dar tratamento prejudicial aos credores estrangeiros em detrimento dos credores nacionais. Esta regra, todavia, vai de encontro ao princípio da não discriminação previsto no artigo 13 da Lei Modelo. O tratamento discriminatório de investidores estrangeiros é criticado pela doutrina, fazendo especial referência às lições da professora Marilda Rosado de Sá Ribeiro.⁴⁴

Se esta norma estivesse em vigor, estariam comprometidas diversas recuperações judiciais, como é o caso da recuperação judicial do Grupo Oi que possuía 11 bilhões de dólares de credores estrangeiros. Tais credores que, posteriormente, investiram mais um bilhão de dólares na companhia, certamente não o teriam feito sob a égide da referida norma. Assim, esta norma tem alto potencial de afastar novos investimentos estrangeiros.

Outra norma que não guarda paralelo com a Lei Modelo é o art. 188-S que dispõe que caso seja decretada a falência no exterior, o Ministério Público pode requerer a quebra da empresa no Brasil, mesmo não havendo nenhuma hipótese de insolvência. Francisco Satiro, Paulo Campana e Sabrina Becue afirmam que caso este dispositivo estivesse em vigor na época da crise da General Motors nos Estados Unidos, a General Motors do Brasil poderia ter a sua falência também decretada no Brasil, em prejuízo da empresa brasileira solvente e viável economicamente.⁴⁵

pode requerer a falência do devedor no Brasil, ainda que ausentes os requisitos do art. 94 da Lei n. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. [...]”

44 RIBEIRO, Marilda Rosado de Sá. *Direito do Petróleo*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 83.

45 SATIRO, Francisco; CAMPANA, Paulo; BECUE, Sabrina. *Insolvência Transnacional e o Projeto de Código Comercial*. Disponível em: <https://www.felsberg.com.br/2016/07/insolvencia-transnacional-e-o-projeto-de-codigo-comercial/>. Acesso em: 06 ago. 2019.

Conclusão.

Atualmente a atividade empresarial não se limita mais às fronteiras dos países. Negócios são feitos em outros Estados e a empresa passa a ter relação com pessoas em outros países, dentre as quais os seus credores. O insucesso é um risco inerente a qualquer negócio e, quando ocorre, o devedor e os seus credores são chamados a decidir o futuro da empresa, que pode sofrer uma reorganização ou ser liquidada. A insolvência transnacional é uma realidade que veio para ficar em um mundo cada vez mais globalizado.

O Direito Brasileiro não acompanhou as mudanças decorrentes da globalização que fizeram multiplicar os casos de insolvências transnacionais. As clássicas teorias territorialista e universalista se revelam insuficientes para dar uma solução a essas crises de empresas além das fronteiras dos Estados.

Não obstante o atraso que se encontra o sistema jurídico brasileiro no tocante ao tema, diversos casos chegaram ao nosso judiciário. De um modo geral, os tribunais brasileiros têm ampliado a sua jurisdição para admitir, em processos de recuperação judicial, sociedades estrangeiras quando pertencentes a um grupo empresarial que desempenha as suas atividades em território nacional.

A maior parte dos países que já enfrentaram o problema incorporaram às suas legislações internas a Lei Modelo de Insolvência da UNCITRAL. No Brasil há projetos de lei que visam adotar as normas da Lei Modelo ao nosso ordenamento jurídico. Esperamos que a Lei Modelo seja incorporada ao sistema legal brasileiro sem que sejam desvirtuados os nortes básicos traçados pela UNCITRAL.

ALGUNS IMPACTOS DA INTELIGÊNCIA ARTIFICIAL NA INCOMPLETUDE DOS CONTRATOS EMPRESARIAIS DE COLABORAÇÃO¹

SOME IMPACTS OF ARTIFICIAL INTELLIGENCE ON THE INCOMPLETITY OF COMMERCIAL COLLABORATION CONTRACTS

Guilherme Vinseiro Martins

Resumo: Como os contratos de colaboração são de longo prazo, firmados entre partes empresárias que alocam os riscos identificados de forma estratégica, são pactos naturalmente incompletos. Assim, pretende-se examinar como a inteligência artificial pode contribuir para reduzir a incompletude desses contratos, à luz das suas características. A questão será analisada na fase pré-contratual, com ênfase nas causas da incompletude. Em seguida, serão examinados alguns impactos durante a execução do contrato, de modo a apresentar soluções para os problemas advindos da incompletude. Por fim, será apresentada a conclusão do autor e suas impressões sobre o futuro do tema.

Palavras-chave: Inteligência artificial. Contratos incompletos. Contratos empresariais. Contratos de colaboração.

Abstract: Considering that collaboration contracts are long-term, contracts between businessmen that allocate strategically the identified risks, these are naturally incomplete pacts. Thus, the author pretends to analyze how artificial intelligence is intended to help reducing incompleteness in these contracts according to their characteristics. This issue will be analyzed in the pre-contractual phase, with emphasis on the causes of incompleteness. Thereafter, some impacts

1 Artigo recebido em 09.03.2020 e aceito em 14.06.2020.

will be examined during the contract performance in order to provide solutions to problems arising from incompleteness. Finally, the author's conclusion and its impressions about the future of the theme will be presented.

Keywords: Artificial intelligence. Incomplete contracts. Commercial contracts. Collaboration contracts.

Sumário: Introdução. 1. Contratos empresariais de colaboração e sua ínsita incompletude. 2. Impactos da inteligência artificial nas causas da incompletude. 2.1. Possível redução nos custos de transação. 2.2. A diminuição da assimetria de informações. 3. Impactos nas soluções para os problemas gerados pela incompletude: a revisão contratual. Conclusão.

Introdução.

A inteligência artificial (“*artificial intelligence* – AI”) tem alcançado cada vez mais ramos da vida humana e permeado cada vez mais as relações humanas. Dentre elas, os contratos: hoje já se encontram *sites* que oferecem minutas prontas de acordo com formulários preenchidos pelas partes com seus objetivos, ainda que de forma simples. Como a evolução da AI se dá quase tão rápida quanto à velocidade da luz, é necessário tentar antecipar alguns cenários e refletir sobre circunstâncias que certamente virão a acontecer, especialmente em casos mais complexos.

Nesse contexto, nada mais adequado do que os contratos empresariais de colaboração como pano de fundo para se examinar como a AI pode contribuir para sua evolução. Afinal, são contratos (i) de longo prazo; (ii) firmados entre partes empresárias, que alocam os riscos de forma livre; e (iii) apesar de possuírem seus interesses próprios, possuem finalidade comum, daí a necessidade de colaboração.

Todas essas nuances levam a que esses contratos sejam incompletos, o que traz consequências que muitas vezes afastam as partes do escopo primitivo de cooperação proposto pela natureza do pacto.

Dessa forma, pretende-se discutir alguns impactos da AI na teoria econômica da incompletude dos contratos, examinada especificamente no âmbito dos contratos empresariais de colaboração. Assim, delimita-se o objeto do presente trabalho como voltado a responder às seguintes perguntas: (i) como a inteligência artificial atuará para resolver as causas da incompletude nos contratos empresariais de colaboração, notadamente as causas de custos de transação e assimetria de informações?; (ii) e com relação às soluções para os problemas gerados pela incompletude, especificamente a revisão contratual?; e, conseqüentemente e de forma conclusiva, (iii) a inteligência artificial tornará completos os contratos empresariais de colaboração?

O método adotado foi examinar as características dos contratos empresariais de colaboração, principalmente à luz da teoria econômica da incompletude contratual e verificar de que modo as premissas e prognósticos já estabelecidos para a inteligência artificial as impactam, com recorte nas principais causas e nas consequências da incompletude.

1. Contratos empresariais de colaboração e sua ínsita incompletude.

Os contratos empresariais,² assim entendidos como aqueles firmados entre partes empresárias,³ há um bom tempo são objeto de

2 Também denominados contratos mercantis, por ser essa a nomenclatura do Título IV do Código Comercial de 1850, ou contratos comerciais. No presente trabalho, todas essas expressões se referirão a um mesmo instituto: contratos firmados entre partes empresárias. Do ponto de vista legislativo, destaca-se a recente Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que inseriu o art. 421-A no Código Civil de 2002 e fez menção expressa a “contratos civis e empresariais”, de modo a se concluir que existem duas naturezas jurídicas diversas.

3 A doutrina não é uniforme quanto à definição de contrato empresarial. Paula Forgioni, por

análise pela doutrina pátria. A maioria das abordagens, porém, refletia apenas os contratos típicos previstos no Código Comercial de 1850 e na legislação especial,⁴ concentrando o exame, assim, às características peculiares de cada espécie, sem se dedicar ao desenvolvimento de uma teoria geral dos contratos empresariais.⁵

A legislação, por sua vez, não consegue acompanhar a dinâmica da vida empresarial. De fato, mostra-se impossível a edição de lei específica que regule cada tipo de contrato oriundo das novas atividades, até porque certos contratos são híbridos e contemplam características de vários tipos de negócio. Ainda, tem-se que empreendimentos inovadores submetem-se, primeiramente – e em sua grande maioria – à aprovação do próprio mercado, para, caso resistam, enquadrarem-se ao Direito.

Recentemente, contudo, a doutrina começou a lançar os olhos para as particularidades dos contratos empresariais e o desenvolvimento de teoria geral que, tomando por base a sua lógica e o seu funcionamento econômico, fixe as bases próprias para interpretação

exemplo, defende ser necessário que “[...] o vínculo seja estabelecido exclusivamente entre empresas” (FORGIONI, Paula A. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. rev., atual., e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 28). Em sentido diverso, Haroldo Verçosa entende que o contrato mercantil pode ser configurado desde que uma das partes seja empresária e a outra não seja consumidora (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Contratos Mercantis e a Teoria Geral dos Contratos: o Código Civil de 2002 e a Crise do Contrato*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 24-25).

4 No Código Comercial de 1850, estavam tipificados os contratos de mandato mercantil, comissão mercantil, compra e venda mercantil, escambo ou troca mercantil, locação mercantil, mútuo mercantil, fiança mercantil, hipoteca e penhor mercantil e depósito mercantil (Títulos VI a XIV). Na legislação especial, destacam-se a Lei de Representação Comercial (Lei n. 4.886/1965), a Lei de Concessão Comercial entre produtores e distribuidores de veículos automotores de via terrestre (Lei n. 6.729/1979), a Lei de Franquia empresarial (Lei n. 8.955/1994) dentre outras.

5 Por todos, a análise dos clássicos de Fran Martins e Waldirio Bulgarelli demonstra a maior dedicação à parte especial dos contratos mercantis do que à parte geral. Cf. MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1981, e BULGARELLI, Waldirio. *Contratos Mercantis*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1990.

e integração desse gênero de negócio jurídico, que deve ser tratado à luz da sua função econômica e do contexto (mercado) em que estão inseridos, respeitando-se a distribuição de riscos convencionada entre os contratantes.⁶

Ainda é incipiente o tratamento das questões gerais, principalmente com relação aos contratos empresariais de natureza híbrida, que, numa linha de extremos, estão localizados entre os clássicos contratos de intercâmbio (em uma ponta) e os contratos de sociedade (na ponta oposta), ora apresentando características de um, ora de outro.⁷

As necessidades de adequação e sobrevivência do agente econômico no mercado fizeram com que se mostrassem insuficientes para os relacionamentos duradouros os negócios de mero intercâmbio e execução imediata, a partir do momento em que se verificou que a pactuação de sucessivos contratos dessa natureza de forma apartada não satisfaria os interesses das partes. Por outro lado, apesar da premência de se instituir relação de longo prazo entre as partes, essa relação duradoura não se amoldava à hierarquia e rigidez típica dos contratos de sociedade, o que retiraria dos contratantes a autonomia patrimonial para contratar com terceiros por sua conta e risco.⁸

Nesse contexto, surgiram os contratos de colaboração, em que as partes não têm interesses necessariamente contrapostos de

6 Nesse sentido é o trabalho de Paula Forgioni em Teoria geral dos contratos empresariais (FORGIONI, Paula A. *Teoria Geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010).

7 É a classificação trazida pelos economistas para o fenômeno. Cf. WILLIAMSON, Oliver E. *The Mechanisms of Governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996.

8 Esse o raciocínio exposto por Paula Forgioni, que completa: “[q]quanto mais próximo o contrato híbrido estiver daquele de intercâmbio, maior o grau de independência das partes e menor a colaboração entre elas. Ao nos deslocarmos paulatinamente na direção das sociedades, maior será o grau de estabilidade do vínculo e da colaboração” (FORGIONI, Paula A. *Contratos Empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. rev., atual., e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 174-175).

forma que o incremento da vantagem econômica de uma parte leve à diminuição do proveito da outra – como ocorre nos contratos de intercâmbio –, e tampouco comungam os elementos do contrato de sociedade previstos pelo art. 981 do CC/02, notadamente aqueles em que as partes optam pelo suporte do risco (álea) por todos ou alguns dos sócios. Representam relações de longo prazo e, conseqüentemente, de cooperação mútua entre as partes, em que os comportamentos oportunistas imediatos tendem a ceder lugar a ações estratégicas planejadas visando benefícios futuros maiores. Adota-se, como conceito, a dicção do art. 456 do Projeto de Lei/Senado nº 487/2013, que altera o Código Comercial de 1850, *in verbis*: “Nos contratos de colaboração empresarial, um empresário (colaborador) assume a obrigação de criar, consolidar ou ampliar o mercado para o produto fabricado ou comercializado ou para o serviço prestado pelo outro empresário (fornecedor)”. Exemplificativamente, os tipos contemplados pelo ordenamento pátrio são a distribuição, a representação comercial, a concessão, e a franquia.⁹

Tem-se os contratos colaborativos em categoria híbrida também em virtude das suas peculiares características de interdependência econômica das partes oriunda de investimentos específicos,¹⁰ mas com manutenção da autonomia patrimonial, jurídica, de gestão e ad-

9 São alguns dos contratos de colaboração assim classificados pelo Projeto de Lei nº 487/2013, que altera o Código Comercial de 1850, em trâmite perante o Senado Federal. O Projeto, inclusive, traz definição para os contratos colaborativos em seu art. 456, *in verbis*: “Art. 456. Nos contratos de colaboração empresarial, um empresário (colaborador) assume a obrigação de criar, consolidar ou ampliar o mercado para o produto fabricado ou comercializado ou para o serviço prestado pelo outro empresário (fornecedor)” (BRASIL. Senado Federal. Projeto de Lei nº 487/2013, que altera o Código Comercial. Disponível em: <<http://www.senado.leg.br/atividade/rotinas/materia/getPDF.asp?t=141614&tp=1>>. Acesso em: 27 fev. 2016).

10 Sob a ótica econômica, a interdependência entre as partes diz-se decorrente de investimentos específicos (ou idiossincráticos) pois “[...] é uma consequência da especificidade dos ativos envolvidos em uma transação, na medida em que a interrupção de uma relação implica custos àqueles que investiram em tais ativos” (FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querid; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvania Macchione. *Competitividade, mercado, Estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997. p. 82).

ministração dos contratantes, bem como das diferenças entre suas atividades e áleas assumidas no negócio.

Ademais, os contratos de colaboração são, em sua maioria, de longa duração, celebrados por prazo indeterminado. Com efeito, os contratantes, amparados na cooperação mútua, não estabelecem apenas regras de troca, mas aquelas que balizam a relação entre as partes. No instrumento contratual, assim, “[...] lançam-se as bases para um futuro comportamento colaborativo, mais do que a ordem específica de obrigações determinadas”.¹¹

Por serem de trato sucessivo, os contratos de colaboração são, por essência, incompletos.¹² A bem da verdade, a incompletude é característica a que está sujeito qualquer contrato de longa duração, diante da impossibilidade de se preverem todas as situações futuras e alocar desde o momento da formação do vínculo, todos os riscos a que as partes estariam sujeitas. E mesmo que fosse possível, haveria muitas contingências a prever e, na sequência, a descrever contratualmente, aumentando os respectivos custos.

Essa característica levou os economistas a se concentrarem, a partir da década de 70, em estudos a respeito da incompletude contratual, observando desde as suas causas até as soluções para alcançar maior eficiência. A teoria dos contratos incompletos parte das premissas já fixadas pela teoria da firma e dos custos de transação de Ronald Coase¹³ e já vinha encontrando suas bases nos trabalhos de

11 FORGIONI, Paula A. *Contrato de distribuição*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005. p. 71.

12 “Dada sua característica diferida no tempo, os contratos de colaboração costumam não prever disciplina de todos os problemas que poderão ser vivenciados pelas partes ao longo de sua execução. Isso porque no momento da celebração do pacto, é impossível antever todas as situações e deter todas as informações relativas não apenas à negociação, mas à contraparte e às conjecturas do mercado” (BEZERRA, Andréia Cristina; PARENTONI, Leonardo Netto. A reconsideração da personalidade jurídica nos contratos mercantis de colaboração. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano L, n. 158, p. 189-210, abr./jun. 2011. p. 197).

Oliver Williamson, quem analisou as ineficiências *ex post* criadas pela barganha entre as partes e os incentivos para realização *ex ante* de investimentos específicos no relacionamento a ser firmado.¹⁴

Mas é a Oliver Hart e seus coautores que se atribui a base do desenvolvimento da teoria dos contratos incompletos,¹⁵ consequência dos altos custos de transação envolvidos na indicação de ações precisas que cada parte deveria tomar em toda eventualidade concebível.¹⁶

Ian Ayres e Robert Gertner observam que, para os primeiros teóricos da incompletude, as partes deixam lacunas porque os custos de previsão e redação de todos os termos contratuais superam os benefícios vislumbrados desde o início. Contudo, Ayres e Gartner articulam segunda causa para as omissões nos contratos, relativa à assimetria de informações: quando uma parte tem mais conhecimento do negócio do que a outra, pode decidir não divulgá-la (por vários motivos: falta de tempo, falta de condições para disponibilizá-la, ou mesmo porque não lhe traz benefícios) ou dispor de certas circunstâncias no contrato de forma deliberada, como evitar a imputação de penalidades em determinadas situações futuras que, sabidamente, seria causadora e teria prejuízos.¹⁷ A outra parte, por sua vez, pode aceitar

13 Cf. COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, New Series, v. 4, n. 16, nov. 1937, p. 386-405.

14 Cf. WILLIAMSON, Oliver E. The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations. *American Economic Review Papers and Proceedings*, n. 61, p. 112-123, 1971; WILLIAMSON, Oliver E. *Markets and Hierarchies*. Nova Iorque: The Free Press, 1975; WILLIAMSON, Oliver E. Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics*, n. 22, p. 233-271, 1979.

15 É o que conclui a revisão de bibliografia sobre a obra de Oliver Hart e Bengt Holmström, elaborada por ocasião de sua láurea com o Prêmio Nobel de Economia de 2016 (THE ROYAL SWEDISH ACADEMY OF SCIENCES. *Oliver Hart and Bengt Holmström: Contract Theory: Scientific Background on the Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel*, 2016. Estocolmo: 2016. p. 17).

16 HART, Oliver; MOORE, John. Incomplete contracts and renegotiation. *Working paper department of economics*, Massachusetts Institute of Technology, n. 367, p. 1-44, jan. 1985, p. 1.

correr o risco de entabular contrato incompleto por serem altos os custos de transação envolvidos na obtenção da informação na fase pré-contratual, deixando à execução a resolução de eventuais questões que surgirem.

Segundo aponta Paula Bandeira ao examinar a incompletude contratual sob a ótica da análise econômica do direito, o contrato incompleto não regulamenta os efeitos que possíveis contingências, caso se implementem, poderiam gerar imediatamente no negócio, o que permite uma “[...] abertura do regulamento contratual, que, mercê das mudanças do ambiente econômico, se submeteria à posterior definição de elementos faltantes”.¹⁸ Verificado o fato superveniente não previsto pelas partes, o objetivo de renegociar poderá surgir com firmeza, o que poderá levar ao oportunismo.

E como se coíbem os comportamentos oportunistas diante (e a partir) das incompletudes ora sinalizadas? A autora pontua que, dentre as funções econômicas do direito contratual, está a de impedir o oportunismo das partes.¹⁹ Da mesma forma que o nível das omissões dependerá dos riscos e custos envolvidos em tornar o contrato mais completo, também será influenciado pelas regras de interpretação que serão a ele aplicadas.

Paula Forgioni, em defesa do desenvolvimento da dogmática para erigir a disciplina jurídica autônoma dos contratos empresariais, além de contribuir com balizas e vetores para a interpretação dessa categoria de negócios jurídicos,²⁰ noticia algumas soluções para a in-

17 AYRES, Ian; GERTNER, Robert. Filling gaps in incomplete contracts: an economic theory of default rules. *The Yale Law Journal*, v. 99:87, n. 1545, p. 87-130, 1989, p. 127. Disponível em: <http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1545>. Acesso em: 07 set. 2017.

18 BANDEIRA, Paula Greco. O Contrato Incompleto e a Análise Econômica do Direito. *Revista Quaestio Iuris*, Rio de Janeiro, v. 08, n. 04, 2015, p. 2696-2718. p. 2705.

19 Ibidem, p. 2703.

20 FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2010. Para vetores de funcionamento dos contratos mercantis, confira-se o Capítulo II, p. 55-150. Para interpretação, Capítulo IV, p. 215-246.

tegração das lacunas dos contratos incompletos.²¹ Dentre elas, a autora elenca, dentre outros: i) a recorrência aos usos e costumes²² e à boa-fé; ii) a adaptação do negócio pelas partes, por meio das cláusulas de *hardship* e de renegociação diante da ocorrência de eventos não contemplados no contrato²³; e iii) atribuição de poder decisório para complementação do pacto a terceiro com competência técnica, ao Poder Judiciário, ou à arbitragem.

Chama a atenção, quanto aos contratos de colaboração, a solução de dispor, no instrumento contratual, de cláusulas que obriguem as partes a negociar ou mesmo a adaptar o clausulado caso ocorram eventos que alterem o equilíbrio do negócio. Isso porque, de um lado, os contratos colaborativos têm como premissa a solidariedade entre as partes; contudo, não deixam de ser contratos empresariais, guiados por principiologia própria que pressupõe a diligência prévia à pactuação para identificação e definição dos riscos futuros.

21 A autora destaca que, enquanto na interpretação, parte-se do texto para desdobrar seu sentido, na integração, da falta de previsão expressa sobre o tratamento que se deve dar a fato superveniente, o intérprete poderá complementar a avença (FORGIONI, Paula A. *Contratos empresariais: teoria geral e aplicação*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. p. 268-280).

22 Remetendo-se ao revogado art. 133 do Código Comercial de 1850, que assim dispunha: “Art. 133 - Omitindo-se na redação do contrato cláusulas necessárias à sua execução, deverá presumir-se que as partes se sujeitaram ao que é de uso e prática em tais casos entre os comerciantes, no lugar da execução do contrato”.

23 Comuns nos contratos internacionais, as cláusulas de *hardship* autorizam às partes requerer alterações diante de eventos supervenientes que perturbem o equilíbrio do contrato, conforme se extrai do art. 6.2.3 dos UNIDROIT Principles: “In case of hardship the disadvantaged party is entitled to request renegotiations” (UNIDROIT. UNIDROIT Principles of International Contracts. Unidroit: Roma, 2010. Disponível em: <http://www.unidroit.org/english/principles/contracts/principles2010/integralversionprinciples2010-e.pdf>. Acesso em: 08 set. 2017). Pode-se até estipular que a empresa onerada suspenda o adimplemento da obrigação até a solução do impasse: “[...] nowadays it seems to be undisputed that, wherever the right to claim performance would undermine the obligor’s exemption, performance cannot be demanded as long as the impediment exists” (SCHWENZER, Ingeborg. Force Majeure and Hardship in International Sales Contracts. *Victoria University of Wellington Law Review*, v. 39, p. 709-725, 2008, p. 720).

Ao estudar o dever de cooperação nos contratos de longo prazo, Giuliana Schunk conclui que, em situações de incompletude contratual, as partes são praticamente obrigadas a renegociar alguns termos em razão das contingências e situações posteriores das quais as partes não tinham ciência ou não previram no instrumento.²⁴

Anderson Schreiber defende veementemente a necessidade de se reconhecer um dever de renegociação de contratos desequilibrados no direito brasileiro, como expressão constitucional do valor da solidariedade social e das normas infraconstitucionais decorrentes, como a cláusula geral de boa-fé objetiva.

Em sua visão, considerando os deveres anexos gerados pela cláusula geral da boa-fé objetiva e imposição de padrão de conduta a ambos os contratantes de cooperação recíproca para alcançar o resultado prático justificador do contrato celebrado, o dever de renegociar é dela decorrente – mesmo que inexistente cláusula expressa –, e não há necessidade de norma específica no direito brasileiro estabelecendo o dever de renegociar:

Nesse sentido, não se pode deixar de notar que tanto o dever de avisar prontamente a contraparte acerca do desequilíbrio contratual identificado, quanto o dever de ingressar em renegociação com vistas a obter o reequilíbrio do contrato constituem deveres de conduta que, conquanto instrumentalizados à recuperação do equilíbrio contratual, derivam, a rigor, da necessidade de que as partes cooperem entre si para a concretização do escopo contratual. Assim, é de se concluir que o reconhecimento do dever de renegociar, entre nós, encontra fundamento normativo

24 SCHUNK, Giuliana Bonanno. *Contratos de longo prazo e dever de cooperação*. Tese: Doutorado em Direito Civil. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo: São Paulo, 2013. p. 49.

na cláusula geral de boa-fé objetiva, mais especificamente no art. 422 do Código Civil.²⁵

Em síntese, o dever de renegociação, ao não se confundir com o dever de *revisar* extrajudicialmente o contrato, desdobra-se em duas etapas: (i) o dever de comunicar prontamente à outra parte sobre o desequilíbrio ou incompletude identificado; e (ii) o dever de suscitar uma renegociação que possibilite o reequilíbrio do contrato ou de responder a proposta de forma seriamente.²⁶

Exigir das partes renegociar o contrato quando ocorrerem situações aleatórias não é questão pacífica, nem mesmo entre a doutrina estrangeira. O inglês Ewan McEndrick questiona ser difícil aceitar que a confiança baseada na noção de boa-fé serve a dar suporte à existência de um dever de barganhar.²⁷ De fato, é preciso evitar a ba-

25 SCHREIBER, Anderson. Construindo um dever de renegociar no Direito brasileiro. *Revista Interdisciplinar de Direito, Faculdade de Direito de Valença*, Valença, v. 16, n. 1, p.13-42, jan./jun. 2018, p. 34-35.

26 *Ibidem*, p. 38. O autor exemplifica melhor alguns comportamentos esperados das partes nessas duas etapas: “[...] (a) pronta e detalhada comunicação à contraparte sobre o desequilíbrio contratual, indicando fundamentadamente a presença dos seus pressupostos; (b) resposta da contraparte em tempo razoável a essa comunicação, informando pronta e fundamentadamente se não considerar presentes aqueles pressupostos; (c) qualquer proposta, bem como contraproposta de revisão extrajudicial do contrato, deve ser apresentada de modo detalhado e justificado, evitando-se a lógica do ‘pegar ou largar’; (d) no curso da renegociação cada parte deve fornecer à outra todas as informações úteis para avaliar a oportunidade e o conteúdo de uma eventual revisão extrajudicial do contrato; (e) as partes devem igualmente manter reserva sobre dados e informações obtidos no curso da renegociação, evitando sua divulgação a terceiros; (f) nenhuma das partes deve se recusar injustificadamente a manter renegociações ou interrompê-las de modo abrupto e imotivado; e (g) o insucesso da renegociação não deve ser considerado por qualquer das partes como razão para se recusar a analisar propostas de solução consensual no âmbito de eventual processo judicial ou arbitral subsequente” (*Ibidem*, p. 41/42).

27 No original, o raciocínio do autor: “It is difficult to accept the reliance which is here placed upon notions of ‘good faith’ to support the existence of such a bargaining duty. The fundamental difficulty which is produced lies in seeing how a party can be in bad faith on the ground that she has refused to give up the rights which she enjoys under the contract. Of course, where the disadvantage which has been produced by the underforeseen event is extreme, then the contract may be held to be frustrated and, in such case, the court will be called upon to identify

nalização da boa-fé como remédio para todos os males, sob o pretexto de se buscar justiça contratual²⁸ e igualdade substancial nas relações entre partes empresárias.

A previsibilidade é importante, mas a adaptação também é essencial em virtude da longa duração dos contratos de colaboração. Daí a incompletude contratual. Mas ela deve ser reconhecida de modo estratégico e partes devem pactuar mecanismos de governança que lhes dê conforto de promover ajustes ao longo do relacionamento.²⁹ E quando tais mecanismos de governança estiverem (se já não estão) tão evoluídos que poderão afetar tanto a fase pré-contratual quanto a execução do contrato? De que modo o avançar da tecnologia pode auxiliar o empresário para lidar com a incompletude contratual e suas celeumas, reduzindo-as? É o que se passa a tentar descortinar nas linhas a seguir.

2. Impactos da inteligência artificial nas causas da incompletude.

Na tentativa de analisar como a AI poderá reduzir a incompletude contratual, busca-se, primeiramente, verificar os impactos da-

the rights of the parties under the discharge of the contract. But the situation is altogether different where the contract remains on foot, but one party is alleged to be in bad faith because she has refused to give up her contractual right to demand that the contract be performed according to its original terms" (MCKENDRICK, Ewan. The regulation of long-term contracts in English Law. In: BEATSON, Jack; FRIEDMANN, Daniel (Coord.). *Good faith and fault in contract law*. Oxford: Clarendon Press, 2001, p. 315). A favor da obrigatoriedade das cláusulas de renegociação, cf. SPEIDEL, Richard E. Court-imposed price adjustments under long-term contracts. *Northwestern University Law Review*, 1981, 369. p. 404.

28 Conforme ensina Fernando Noronha, a justiça contratual é "[...] a relação de equivalência que se estabelece nas relações de troca, de forma que nenhuma das partes dê mais nem menos do valor que recebeu" (NORONHA, Fernando. *O direito dos contratos e seus princípios fundamentais: autonomia privada, boa-fé, justiça contratual*. São Paulo: Saraiva, 1994. p. 214).

29 FRAZÃO, Ana. *Os contratos híbridos*. In: 7º CONGRESSO BRASILEIRO DE DIREITO COMERCIAL, mai. 2017, São Paulo. Anais... São Paulo: Associação dos Advogados de São Paulo, 2017. Disponível em: «<http://www.congressodireitocomercial.org.br/site/anais-eletronicos>». Acesso em: 07 ago. 2017.

quela sobre as causas deste fenômeno, para que se possa buscar soluções para tornar os contratos cada vez mais completos. Como visto, os dois principais causadores da incompletude são os custos de transação e a assimetria de informações, observados na fase pré-contratual. Desse modo, passa-se à sua análise e como podem ser reduzidos, diminuindo, conseqüentemente, as lacunas dos instrumentos contratuais.

2.1. Possível redução dos custos de transação.

Conforme a teoria da firma desenvolvida por Ronald Coase, custos de transação são aqueles incorridos pelos agentes econômicos quando das tomadas de decisões em suas relações, ainda que não haja dispêndios financeiros, pois derivam do conjunto de medidas tomadas para realização de uma transação.³⁰ Para o autor, mesmo na presença de mercados ativos e eficientes, os agentes econômicos organizam suas atividades sob forma de empresa para reduzir esses custos.

Nos contratos de longo prazo, há custos de transação *ex ante* e *ex post*. Os custos *ex ante* são aqueles relacionados à definição inicial do contrato e das salvaguardas a serem adotadas em caso de eventos futuros. Nessa linha, Raquel Sztajn e Haroldo Malheiros Verçosa apontam que “[...] se o contrato distribui riscos – benefícios e ônus – entre as partes, é claro que eventos futuros não previstos podem afetar a distribuição inicialmente ajustada, fato que não ocorre nos contratos de execução instantânea que, dessa perspectiva, são completos”.³¹ Já os custos *ex post* são aqueles relacionados à renegociação para adequar a relação comercial aos eventos, ao custo de solução de controvérsias e

30 COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica, New Series*, v. 4, n. 16, p. 386-405, nov. 1937, p. 392.

31 SZTAJN, Raquel; VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A incompletude no contrato de sociedade. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, ano XLII, n. 131, p. 7-20, jul./set. 2003, p. 13.

ao custo de garantia do cumprimento das obrigações, e, por suas especificidades, serão examinados em item próprio.

Quando os custos de previsão e redação de todas as especificidades contratuais superam os benefícios esperados pelas partes desde o início, tem-se como altos os custos de transação, ocasionando incompletudes no pacto a ser firmado. Possíveis soluções para a redução desses custos seriam investimentos específicos em informações e diligências que coloquem as partes a par do máximo de situações possíveis que venham a ocorrer na relação de longo prazo, para que possam estipular previamente cláusulas a esse respeito.

E é na redução dos custos de transação envolvidos com a incompletude contratual que a AI impactará, permitindo às partes maior previsibilidade na especificação de circunstâncias futuras e nas consequências que possam gerar. Nesse contexto, Avery Katz foca em propostas para que as partes, com o auxílio de seus advogados, podem trabalhar para reduzir as lacunas, a exemplo de investimentos *ex ante* (antes da celebração do contrato) para diminuir o custo da complementação posterior, tais como mais estudos e análise sobre as condições do negócio, de modo a evitar lacunas.³²

Com efeito, não se pode tratar do tema sem abordar os impactos que a AI vem causando às atividades jurídicas, especialmente aquelas desenvolvidas pelos advogados, como a elaboração de contratos. Alguns autores chegam a discutir e denominar o fenômeno como “uberização” da indústria jurídica,³³ prevendo mudanças drásticas ao futuro dos advogados.

A elaboração de contratos, tradicionalmente a cargo dos advogados, tem potencial para ser absorvida pela AI, como já se verifica com modelos e cláusulas contratuais e até mesmo contratos de menor

32 KATZ, Avery W. Contractual incompleteness: a transactional perspective. *Case Western Res. Law Review*, v. 56, p. 169-186, p. 177.

33 SKAPINKER, Michael. *Technology*: Breaking the Law. Financial Times, abr. 2016. Disponível em: «<http://www.ft.com/cms/s/0/c3a9347e-fdb4-11e5-b5f5-070dca6d0a0d.html#axzz4DhLnvXou>». Acesso em: 20 jul. 2018.

complexidade.³⁴ Nesse sentido, Irene Ng, ao analisar como a AI e a elaboração de contratos podem andar juntos, pontua que essas ferramentas permitem aos empresários e clientes evitarem o custo do aconselhamento jurídico de advogados, ao passo em que a atividade dos advogados terá que se unir à AI para não ser ultrapassada por ela.³⁵ A autora afirma que o advento de *softwares* de elaboração contratual no mercado já permite acesso a padrões de contratos e soluções jurídicas pela fração do preço cobrado por um advogado pelo mesmo serviço.³⁶ A princípio, não há proibição de que a própria parte, não sendo advogado, redija o seu contrato, desde que não dê aconselhamento jurídico a nenhuma outra pessoa.

O uso da AI na elaboração dos contratos pode ser dividido em duas categorias, segundo Irene Ng: (i) utilização de *software* para auxiliar no processo de elaboração de contratos já existente entre os advogados, tornando-o mais eficiente; e (ii) utilização do *software* para substituir completamente os advogados do processo de elaboração dos contratos, que seriam confeccionados pela AI do início ao fim.³⁷

Para o presente estudo, ambas as categorias delineadas interessam, e não se fará distinção entre elas. Afinal, todas essas situações

34 Empresas e *start-ups* que mesclam a tecnologia ao mercado jurídico e oferecem alternativas à elaboração contratual eminentemente humana, de modo mais rápido, fácil e eficiente, que evite falhas como a falta ou o excesso de certas cláusulas no contrato. São exemplos as empresas *Contractually*, *Clausebound*, *LegalZoom*, e *Dragon Law*. Dentre elas, a *Clausebound* oferece o *Playbook*, em que a parte dá as informações, como o que é essencial no contrato, preenche alguns formulários para indicar a sua vontade e o site entrega o contrato elaborado (). Esse plano é gratuito, e os riscos sobre a adoção de certos tipos de cláusulas são informados às partes com avisos no site, artigos jurídicos e comentários de usuários para que possam orientar suas decisões. Outros planos mais complexos envolvem assessoramento de advogados durante a demanda, ou mesmo a revisão do contrato por um advogado (disponível em: <<https://www.clausebound.com/signup>>. Acesso em: 20 jul. 2018).

35 NG, Irene. The Art of Contract Drafting in the Age of Artificial Intelligence: A Comparative Study Based on US, UK and Austrian Law. *Stanford-Vienna TILF Working Paper*, n. 26, 2017, p. 5-6.

36 NG, Irene. *Ibidem*, p. 9.

37 NG, Irene. *Ibidem*, p. 17.

englobam, em maior ou em menor medida, a utilização de AI. A autora lembra que a habilidade de elaborar contratos é uma habilidade cujo aprimoramento leva tempo. Considerando que o tempo de aprendizado da AI é muito menor do que o que leva um ser humano para realizar a mesma tarefa, a atuação da máquina na elaboração dos contratos poderá ser *hors concours*.

Sobre o tema, Dana Remus afirma que o caminho provável para a AI voltada às atividades jurídicas será moldado por duas proposições: (i) para que a máquina automatize a tarefa de um advogado, será necessário modelar o processamento de informações deste profissional em um conjunto de instruções, o que só servirá para as tarefas estruturadas, que sigam um padrão e possam ser cobertas pelo *machine learning*; e (ii) os modelos de AI que se valerem do *machine learning* terão dificuldades em processar contingências que difiram significativamente dos dados em que foram treinados, o que revela dificuldade principalmente na previsão de situações nunca antes ocorridas no histórico da parte.³⁸

A primeira proposição pode ser ilustrada com o exemplo de uma AI que seja nutrida por *inputs* de vários modelos de contratos e, a partir do processamento dos blocos de frases, parágrafos e cláusulas desses instrumentos, possa juntar aqueles que melhor se amoldem ao objetivo para o qual for programada, formando um novo contrato. Quando o padrão é simples, com cláusulas simples, a atividade da AI também o será. Outro exemplo já é oferecido pela *start-up Clause-bound*, que fornecem o serviço de apontar as lacunas da minuta contratual enviada pela contraparte a partir de comparações ao banco de dados de contratos que a parte nutriu a AI, estabelecendo padrões para identificar cláusulas faltantes ou em excesso.³⁹ Essa situação reduz a incompletude contratual do ponto de vista estático, isto é, das

38 REMUS, Dana; LEVY, Frank S. *Can Robots Be Lawyers? Computers, Lawyers, and the Practice of Law*, nov. 2016, p. 48. Disponível em: «<https://ssrn.com/abstract=2701092>». Acesso em: 20 jul. 2017.

39 NG, Irene, op. cit., p. 18.

cláusulas que a prática das partes já revelou necessárias, mas não contribui tanto para reduzir a incompletude do ponto de vista dinâmico, ou seja, examinando quais situações futuras podem ocorrer a partir dos padrões dos *inputs*, e que o ser humano ainda não teve condições de prever.

A segunda proposição, por sua vez, ganha ênfase nas situações mais complexas. Por isso, ao analisar as atividades mais desenvolvidas por advogados e mensurar como o avanço da AI pode impactá-las, Dana Remus identifica como moderado o impacto que a AI pode causar na elaboração de contratos e outros documentos. É que, para situações mais complexas, juntamente com a redação contratual será necessário o aconselhamento jurídico humano, atividade que será pouco impactada pela AI segundo a autora.⁴⁰

Nas hipóteses fáticas mais densas, como nos contratos empresariais de colaboração, a base de dados a ser absorvida e digerida pela AI é maior. Consequentemente, a parte contratante demanda mais do que uma mera previsão estatística: requer do seu advogado entender seus objetivos, interesses, e todos os aspectos meta jurídicos envolvidos, aspectos que se mostram essenciais a serem considerados na elaboração de um contrato.

Dessa forma, por mais que a AI reduza em parte os custos de transação nos contratos empresariais, não os eliminará por completo, já que, nesse tipo complexo de relação, outros fatores devem ser considerados a fim de reduzir a incompletude e as consequências por ela geradas.

Por outro lado, pode-se também refletir se o desenvolvimento da AI na elaboração de contratos com análise de dados e previsibilidade de padrões que necessitem ser regulados pela avença na fase pré-contratual não poderá, também, aumentar os custos de transação, redirecionando-os em busca da melhor solução oferecida pela AI. É

40 REMUS, Dana; LEVY, Frank S, op. cit., p. 22.

dizer: ao invés de reduzir os custos das partes, os implementos da AI seriam tão benéficos que se passaria a ter uma corrida na busca da máquina que forneça mais vantagens estratégicas de análise de dados e proposição de soluções para questões eventualmente polêmicas que podem vir a surgir no futuro.

Um custo a menos com advogado pode ser um custo a mais com AI, sendo que este último pode até ser maior em virtude da complexidade do contrato empresarial de colaboração e da quantidade de dados a serem analisados. Nesse ponto, destaca-se a provocação de Kevin Kelly de que não é necessariamente a AI que crescerá exponencialmente, mas os *inputs* a ela direcionados, isto é, o fornecimento de dados. Por isso é que os resultados da aceleração tecnológica darão origem a um extra-humano, e não a um super-humano, que terá habilidades para além da possibilidade humana,⁴¹ como a análise, o processamento e o aprendizado dos dados coletados (*machine learning*) de modo a oferecer soluções concretas em tempo inexecutável para o ser humano.

2.2. A diminuição da assimetria de informações.

Como visto, a coleta de dados e o seu processamento e aprendizado pela AI estão imbricados ao próprio funcionamento desse tipo de tecnologia. A questão é como a AI pode auxiliar na coleta e análise desses dados, notadamente em contextos em que as informações disponibilizadas às partes são completamente assimétricas, gerando distorções na relação a ser firmada, a exemplo da incompletude nos contratos.

Do ponto de vista contratual, a assimetria de informações surge no contexto em que uma parte detém mais informação sobre seu

⁴¹ KELLY, Kevin. *The Myth of a Superhuman AI*. Wired, abr. 2017. Disponível em: <https://www.wired.com/2017/04/the-myth-of-a-superhuman-ai/>. Acesso em: 20 jul. 2018.

negócio do que a outra parte, assim como sobre sua prestação em relação à contraprestação da outra parte. A limitação da disponibilização de dados na fase pré-contratual pode se dar em virtude de vários fatores, que vão desde a racionalidade limitada do agente ao não conseguir prever todas as contingências futuras,⁴² passando pela falta de tempo ou condições para disponibilizá-los e indo até o oportunismo das partes em estrategicamente escondê-los porquanto sua divulgação não lhes traz benefícios.⁴³

Para contornar a racionalidade limitada e, conseqüentemente, minorar a assimetria de informações, é importante que o sistema de previsibilidade da AI tenha um nível suficientemente forte de precisão, a fim de superar as limitações humanas e ser mais eficiente. Para tanto, é essencial que o sistema de AI seja programado com a capacidade de coletar dados e aprender com o ambiente em que estiver inserido, de modo que seus resultados sejam mais bem apurados.

Aqui, aplica-se um princípio básico no uso de estatísticas para fazer previsões: as previsões são mais precisas quando é maior o tamanho da amostra em que o teste é feito. Do mesmo modo, no caso da AI: quanto maior a quantidade de dados coletados, maior a precisão do resultado oferecido pelo sistema.⁴⁴

No caso da assimetria de informações, como pode ser gerada pela dificuldade de uma das partes de estudar toda as informações/documentação fornecida para análise, seria muito bem-vindo um sistema de AI que superasse a capacidade humana de digerir e apurar

42 Nas palavras de Oliver Williamson, a racionalidade limitada “[r]efers to behavior that is intendedly rational but only limitedly so; it is a condition of limited cognitive competence to receive, store, retrieve, and process information. All complex contracts are unavoidably incomplete because of bounds on rationality” (WILLIAMSON, Oliver E. *The Mechanisms of Governance*. Oxford: Oxford University Press, 1996. p. 377).

43 AYRES, Ian; GERTNER, Robert. Filling gaps in incomplete contracts: an economic theory of default rules. *The Yale Law Journal*, v. 99:87, n. 1545, p. 87-130, 1989, p. 127. Disponível em: «http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1545». Acesso em: 07 set. 2017.

44 NG, Irene, op. cit., p. 22.

toda essa base de dados em tempo hábil, para propor resultados e alertar para os riscos existentes. Isso acabaria com a estratégia da parte de enterrar a contraparte em muitos documentos na fase pré-contratual, ciente de que não haverá tempo para apurar todas as informações apenas com o esforço humano.

A precisão dos resultados fornecidos pela AI também dependeria do objetivo para o qual foi programada. Assim, além da coleta e processamento de dados, seria necessário que o sistema de AI tivesse como escopo claro a identificação de padrões das partes sobre o objeto da contratação, que seriam posteriormente examinados de forma crítica na elaboração das cláusulas – pelos advogados ou pela própria máquina, o que é mais complexo, como visto *supra*.

No plano dos contratos empresariais, deve-se lembrar que as partes, por exercerem atividade empresarial, tomam ciência (ainda que limitadamente, como exposto) dos riscos e devem tomar todas as cautelas e diligências necessárias a resguardar seus interesses. Assim, o auxílio da AI seria imenso para reduzir as distâncias causadas pela assimetria de informações. Porém, ainda é essencial pautar-se pelo escopo principal dos contratos empresariais que ora se analisa: a colaboração. Desse modo, antes de haver sistemas de AI otimizados o suficiente para examinar as informações fornecidas pela contraparte, reduzindo a assimetria a esse respeito, é de suma importância que as partes forneçam as informações.

No contexto dos contratos de colaboração, considerando o fim para o qual são entabulados refletido no próprio nome do gênero, é razoável se exigir das partes transparência e cooperação desde a fase pré-contratual, o que juridicamente pode-se depreender do princípio da boa-fé objetiva.⁴⁵ Por outro lado, não se pode olvidar que o recorte da presente análise são os contratos empresariais, em que o comportamento estratégico é característico do negócio e não pode ser demonizado por fazer parte das regras do jogo.

⁴⁵ SCHUNK, Giuliana Bonanno, op. cit., p. 49.

O problema, com efeito, continua a surgir quando a informação não é disponibilizada, o que, nas circunstâncias em que as partes não se valem da AI, surge um conflito entre o dever de transparência e a possibilidade de atuação estratégica e oportunista por parte do empresário.

Nesse caso, a contribuição da AI seria com o exame de dados indiretos, obtidos por meio do contexto e do ambiente, o que, por vezes, é muito difícil de se conseguir. Exemplo seria a coleta de dados em ações judiciais em que a parte contratante figurou com outras partes, sobre o mesmo tema ou temas semelhantes. O exame desses dados pode permitir que o sistema de AI infira padrões e preveja resultados, informando, ainda, o nível de precisão. Diante dos resultados, caberia ao empresário, em última análise, optar ou não pela contratação.

A falta de informação teria que ser resolvida previamente entre as partes para gerar a obrigação de disponibilizá-la. O sistema de AI não pode somente contar com modelos de contratos disponíveis de forma gratuita na internet para alimentar sua base de dados. Na verdade, para se ter mais precisão, as minutas contratuais mais adequadas para alimentar o sistema são aquelas fornecidas pelas próprias partes, principalmente pelo empresário fornecedor, detentor da parcela de mercado que será ampliada, que muito provavelmente tem mais experiência em contratações dessa espécie do que o colaborador. A questão deve ser melhor refletida, notadamente para se evitar que a AI seja utilizada como mecanismo de dominação oportunista por parte do empresário fornecedor, por mais que a dependência criada entre as partes seja elemento possível de ocorrer nos contratos empresariais de colaboração.⁴⁶

Ainda sobre essa causa da incompletude, é necessário pontuar que a assimetria de informações é natural dos contratos empresariais

⁴⁶ Nesse sentido, cf. COELHO, Fábio Ulhôa. As obrigações empresariais. In: _____ (Coord.). *Tratado de direito comercial: obrigações e contratos empresariais*. São Paulo: Saraiva. 2015. v. 5, p. 13-20.

e faz parte do risco dos empresários. Ao contratarem, estão cientes disso. Assim, eventual falha da AI na apuração das informações não pode ter impacto no contrato em si, mas apenas na relação entre a parte que se valeu da AI para auxiliá-la e o desenvolvedor/produzidor/fornecedor, o que extrapola os limites do presente texto e remete o leitor aos capítulos de responsabilidade civil.

E quando ambas as partes utilizam do mesmo sistema de AI para coleta e análise dos dados para elaboração do contrato? Nessa hipótese, a assimetria informacional, que em situações normais para os contratos empresarial seria estratégica, passaria ao segundo plano, cedendo lugar à efetiva colaboração, já que as partes estariam, desde o princípio, dispostas a se valerem de mecanismo para reduzir a incompletude do contrato a ser firmado e os eventuais problemas futuros.

3. Impactos nas soluções para os problemas gerados pela incompletude: a revisão contratual.

Avery Katz já sugeria, em 2005, que as partes investissem em sistemas geradores informações sobre a performance do contrato enquanto estiver em andamento, embasado pelas cláusulas de inspeção comuns em contratos de transporte de mercadorias a longa distância. Esses sistemas de aviso prévio permitem a identificação de potenciais dificuldades enquanto ainda podem ser corrigidas ou mitigadas.⁴⁷

Tal solução, somada à evolução da AI, pode ser de grande valia para o combate às situações oportunistas surgidas durante a execução do contrato de longo prazo geradas pela sua incompletude. O sistema de AI que monitorar a execução contratual poderá, a partir da análise dos dados e do seu processamento por meio do *machine learning*, fazer previsões de padrões que orientem as partes a rene-

47 KATZ, Avery W. op. cit., p. 178.

gociar cláusulas ou a especificar melhor situações potencialmente conflituosas.⁴⁸

Essa hipótese seguiria a mesma lógica das inferências feitas por sistemas de AI a partir dos *likes* de usuários de redes sociais e das suas principais interações. Na execução do contrato, os *likes* seriam os próprios atos das partes em cumprimento ou descumprimento das obrigações estipuladas, e o cotejo das ações e omissões com o conteúdo das cláusulas já pactuadas e com o escopo do negócio levaria a AI a sugerir propostas para renegociações em prol do preenchimento das lacunas identificadas.

Não se pode perder de vista o caráter colaborativo dos contratos empresariais objeto do presente artigo, o que torna esse tipo de sistema ainda mais ideal. Contudo, como já debatido acima, alguns problemas surgem dessa circunstância, tal como a obrigatoriedade de se renegociar o contrato. Como visto, o princípio da autonomia da vontade impede que as partes sejam obrigadas a revisar a avença, mas nada impede que sejam estimuladas pelo clausulado a tentar negociar. Nesse sentido, Giovanni Ettore Nanni constata que a adequação consensual do contrato, quando fruto do emprego exitoso de cláusulas de renegociação, é sempre mais satisfatória e eficiente para os contratantes.⁴⁹

Do ponto de vista do desequilíbrio contratual, Anderson Schreiber sustenta que a renegociação se tornou frequente na prática negocial, do modo que, antes da propositura de eventual demanda judicial ou instauração de procedimento arbitral, o contratante prejudicado tente com o outro solução consensual a partir de cláusulas

48 Ou, conforme explica Irene Ng: “The AI system assesses information that is fed into it, and subsequently makes inferences based on the data it has received by attempting to make connections and relationships amongst the different data that it receives. Upon making the relevant inferences, the AI system will then attempt to predict outcomes” (NG, Irene, op. cit., p. 22).

49 NANNI, Giovanni Ettore. A obrigação de renegociar no direito contratual brasileiro. *Revista do Advogado*, São Paulo, v. 116, 2012, p. 96.

contratuais que prevejam a “renegociação de boa-fé” ou mesmo na ausência delas.⁵⁰

De fato, a utilidade social dos negócios legitimamente celebrado e a necessidade de evitar custos de transação que onerem as partes levou os operadores do direito à busca por remédios que privilegiem o reequilíbrio ou complementação do contrato e a conservação da relação contratual, “[...] rompendo o dogma da preferência pelas soluções que conduzem à extinção do vínculo entre as partes (anulação/resolução)”.⁵¹

Contudo, os referidos remédios têm sido cada vez menos buscados pelas partes na heterocomposição judicial. Se antes a intervenção do Poder Judiciário já era reticente e criteriosa na revisão contratual, com alterações mais voltadas à modificação de índices de reajuste de preços ou à extensão de prazos de cumprimento,⁵² atualmente, com a vigência da Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019) e as alterações operadas no Código Civil a respeito da intervenção judicial mínima e da excepcionalidade da revisão contratual, imagina-se que a busca por soluções de renegociação extrajudicial será ainda mais intensa.⁵³

50 SCHREIBER, Anderson, op. cit., p. 13-14.

51 SCHREIBER, Anderson, loc. cit.

52 Ibidem, p. 16.

53 A Lei da Liberdade Econômica (Lei n. 13.874/2019) acrescentou ao art. 421 do Código Civil o parágrafo único, no seguinte sentido: “Parágrafo único. Nas relações contratuais privadas, prevalecerão o princípio da intervenção mínima e a excepcionalidade da revisão contratual.”. Ademais, acrescentou o art. 421-A sobre o tema, *in verbis*: “Art. 421-A. Os contratos civis e empresariais presumem-se paritários e simétricos até a presença de elementos concretos que justifiquem o afastamento dessa presunção, ressalvados os regimes jurídicos previstos em leis especiais, garantido também que: I - as partes negociantes poderão estabelecer parâmetros objetivos para a interpretação das cláusulas negociais e de seus pressupostos de revisão ou de resolução; II - a alocação de riscos definida pelas partes deve ser respeitada e observada; e III - a revisão contratual somente ocorrerá de maneira excepcional e limitada”. A doutrina, porém, alerta que o tema já era tratado pela jurisprudência e por doutrinadores há tempos, no sentido de definir os contornos da revisão e seus modelos de aplicação (RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier; PRADO, Augusto César Lukascheck. A liberdade contratual e a

E, considerando, principalmente, o contexto ora analisado dos contratos empresariais, constata-se resistência muito maior à revisão judicial do contrato,⁵⁴ de modo que o estudo do dever de renegociar se faz ainda mais necessário.⁵⁵

E por que não tentar negociar com o auxílio de um sistema de AI que, observando o passado, possa sugerir alternativas para o futuro?

No entanto, a partir do momento em que a reflexão toma os contornos de conferir obrigatoriedade de que a solução encontrada pela AI seja adotada pelas partes, a discussão muda completamente de enfoque. Isso porque sai do plano meramente negocial e colaborativo, ínsito aos contratos empresariais em exame, e passa à solução heterocompositiva, isto é, de eleição de terceiro para resolução do conflito. A princípio, os métodos de solução de controvérsias oficialmente admitidos são o Poder Judiciário e a Arbitragem. Considerando que o exame da viabilidade de desenvolvimento de AI nesse sentido necessariamente passa pela análise do seu cabimento nesses dois ramos, deixa-se essa questão para trabalhos futuros, a fim de não comprometer o escopo do presente.

De todo modo, o sistema de AI destinado à sugestão de revisão contratual terá, desde o princípio, um *standard* voltado à obtenção de maior eficiência econômica para ambas as partes, já que se

função social do contrato – alteração do art. 421-A do Código Civil: Art. 7º. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Coord.). *Comentários à Lei da Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019. p. 234).

54 O Superior Tribunal de Justiça, inclusive, já firmou entendimento no sentido de que, nos contratos empresariais, o controle judicial deve ser mais restrito, em virtude da paridade dos agentes econômicos e do maior prestígio conferido à autonomia privada nesse ramo. Nesse sentido, confira-se: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. 3ª Turma. Recurso Especial n. 1.409.849/PR. Relator: Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Data de Julgamento: 26 abr. 2016. Data de Publicação: 05 mai. 2016.

55 Para aprofundamento no tema, especificamente à luz do equilíbrio contratual, conferir: SCHREIBER, Anderson. *Equilíbrio contratual e dever de renegociar*. São Paulo: Saraiva, 2008.

está diante de contrato empresarial de colaboração. Assim, com base nos dados coletados, elaborará sugestões de regras específicas para cada caso específico, que serão acionadas em tempo hábil para a renegociação e comunicadas às partes, analogamente ao raciocínio das micro diretivas sugerido por Anthony J. Casey e Anthony Niblett.⁵⁶

Assim, os problemas causados pela incompletude contratual poderiam ser mitigados, levando as partes a visualizar com maior precisão os pontos de conflito e as soluções que maximizem a execução contratual.

Conclusão.

Como já identificado por João Baptista Villela desde a década de 1960, a nova teoria dos contratos se erige a partir da cooperação entre as partes, que se desenvolve onde antes florescia de forma ir-restrita a concorrência oriunda do individualismo oitocentista e da posição sempre antagonista entre credor e devedor.⁵⁷ Assim, sendo a cooperação inerente aos contratos e, principalmente, aos contratos de colaboração, é necessário considerá-la ao se aplicarem as soluções propostas pelos economistas para a incompletude contratual, especialmente no contexto permeado pela inteligência artificial.

Da breve análise realizada, nota-se que, seja para prevenir a ocorrência de lacunas nos contratos empresariais na fase pré-contratual, seja para combater os problemas por elas gerados e evitar a sua recorrência a partir das renegociações, a AI vem como um auxiliar à cooperação entre as partes. Isso é de extrema valia, sobretudo aos contratos de colaboração, em que sempre se verificou a tensão existente entre o caráter empresarial – que permite alocação de riscos e

56 CASEY, Anthony J.; NIBLETT, Anthony. The Death of Rules and Standards. *Indiana Law Journal*, v. 92, n. 4, p. 1401-1447, 2017.

57 VILLELA, João Baptista. Por uma nova teoria dos contratos. *Revista de Direito e Estudos Sociais*, Coimbra, ano XX, nºs. 2-3-4, p. 313-338, abr./dez. 1975, p. 336.

atuação oportunista em certa medida – e a conjugação de esforços entre as partes visando um fim comum, de forma cooperativa.

Por mais que o uso da AI na elaboração dos contratos não seja novidade, percebe-se que as soluções hoje existentes ainda não conseguem substituir completamente a atividade humana na redação e aconselhamento jurídico em torno de um contrato complexo, de longo prazo, como os contratos empresariais de colaboração.

Por ora, com efeito, a AI não consegue completar os contratos, mas os cenários expostos demonstram que não há limites para que, algum dia, o auxílio da máquina seja tamanho que reduza ou até mesmo mitigue por completo as causas da incompletude contratual, fazendo com que essa teoria econômica seja mais uma parte da História.

A ATUAÇÃO DO BANCO CENTRAL DO BRASIL EM RELAÇÃO ÀS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS EM CRISE¹

THE BRAZILIAN CENTRAL BANK'S ACTIVITY TOWARDS FINANCIAL INSTITUTIONS IN CRISIS

Carlos Martins Neto

Resumo: Este trabalho tem como objetivo traçar um panorama da atuação do Banco Central do Brasil perante as instituições financeiras em crise, notadamente por meio dos regimes especiais aplicáveis a tais entidades, para que seja demonstrada a contribuição do Banco Central do Brasil para a viabilização do mercado financeiro e, ao mesmo tempo, para a proteção da sociedade enquanto usuária dos serviços de tais instituições. Para tanto, são apresentados os conceitos básicos da disciplina jurídica da atividade financeira e os contornos da regulação da de tal atividade. Na sequência, passa-se a estudar os principais aspectos inerentes à instituição financeira em crise para, a seguir, analisar as estratégias preventivas e corretivas de combate à crise, com foco nos regimes especiais aplicáveis às instituições financeiras.

Palavras-chave: Direito Empresarial. Direito Bancário. Instituição Financeira. Crise. Regimes Especiais.

Abstract: The aim of this paper is to overview the Central Bank of Brazil's performance in relation to financial institutions in turmoil, mainly through the special regimes applicable to such entities and to demonstrate the contribution of the Central Bank of Brazil to the viability of the financial market and to the protection of society as an user of services of financial institutions. For this purpose, the paper

1 Artigo recebido em 10.03.2020 e aceito em 31.05.2020.

presents the basic concepts of the legal discipline of financial activity and the contours of the regulations issued by the Central Bank of Brazil with regards to such activity. Then, the main aspects of the financial institution in crisis are examined, in order to analyze preventive and corrective strategies to combat the crisis, focusing on the special regimes applicable to financial institutions.

Keywords: Business Law. Banking Law. Financial Institution. Crisis. Special Regime.

Sumário: 1. Introdução. 2. A instituição financeira em crise. 3. Estratégias preventivas de combate à crise. 4. Estratégias corretivas de combate à crise. 4.1. Operações transitórias de liquidez efetuadas pelo BACEN. 4.2. Soluções de mercado implementadas por coerção do regulador. 5. Regimes especiais aplicáveis às instituições financeiras em crise. 5.1. Regime de Administração Especial Temporária – RAET. 5.2. Intervenção. 5.3. Liquidação extrajudicial. 6. Conclusão.

1. Introdução.

O escopo deste trabalho é traçar um panorama da atuação do Banco Central do Brasil perante as instituições financeiras em crise, notadamente por meio dos regimes especiais aplicáveis a tais entidades.

Nesse contexto, buscar-se-á demonstrar a contribuição do Banco Central do Brasil para a viabilização do mercado financeiro e, ao mesmo tempo, para a proteção da sociedade enquanto usuária dos serviços de tais instituições.

Para fins de introdução do tema, será necessário apresentar conceitos básicos da disciplina jurídica da atividade financeira, bem como os principais contornos da regulação de tal atividade.

O artigo 17 da Lei nº 4.595/1964 define “instituição financeira” como as pessoas jurídicas (públicas ou privadas), que tenham como atividade (principal ou acessória) “a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”.

Quanto à atividade exercida, as instituições financeiras podem ser classificadas em “bancárias” e “não bancárias”. São instituições financeiras bancárias os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos de desenvolvimento, os bancos de câmbio e os bancos múltiplos. Por sua vez, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as caixas econômicas e as cooperativas de crédito, dentre outras entidades, são instituições financeiras não bancárias.

Para se distinguir as instituições financeiras bancárias das não bancárias, é fundamental a compreensão do conceito de “banco”. Como a legislação não contempla definição do seja “banco”, a doutrina buscou construir tal definição a partir da tradição mercantil e dos usos e costumes. Nessa linha, Eduardo Salomão Neto conclui que:

[...] bancos são instituições creditícias de caráter genérico, cuja função é a captação e repasse de recursos sem o caráter de especialização em ou preponderância de certo tipo de negócio que caracteriza as sociedades de crédito, financiamento e investimento e as sociedades de arrendamento mercantil.²

Para fixar o conceito de banco, cabe transcrever a didática análise de Nelson Abrão:

[...] podemos, com base na análise da atividade que constitui seu objeto, definir banco como sen-

2 SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito bancário*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014. p. 67.

do a empresa que, com fundos próprios, ou de terceiros, faz da negociação de crédito sua atividade principal (cf. n. 2 retro).

Daí resulta que o banco é: a) uma organização empresária; b) que se utiliza de recursos monetários próprios, ou de terceiros; c) na atividade creditícia (toma e dá emprestado). A mobilização dos recursos, as respectivas aplicações e o direcionamento das importâncias para uma pulverização acentuada explicam em parte a relevância social que identifica as instituições financeiras, donde subministra a preponderância do público sobre o privado, nessa multissecular relação diagnosticada entre o consumidor e a atividade desenvolvida pelo banqueiro.³

A Constituição Federal dispõe, em seu artigo 192, que o sistema financeiro nacional, “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, [...] será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

Nesse contexto, a disciplina jurídica da atividade financeira busca controlar os riscos sociais relacionados à movimentação de riquezas operacionalizada substancialmente por meio das instituições financeiras.⁴

A finalidade da regulação das instituições financeiras está intrinsecamente relacionada à proteção da economia popular e à regulamentação do crédito e seu efeito de multiplicador monetário.⁵

3 ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 1999. p. 17.

4 SALOMÃO NETO, op. cit., p. 85.

5 Ao receber depósitos, os bancos comerciais podem aplicar parte dos recursos deles decorrentes em operações de empréstimo. Essa dinâmica promove o aumento da disponibilização

Dada a importância das instituições financeiras para a ordem econômica e social do País, o artigo 18 da Lei nº 4.595/1964 determina que tais entidades só podem funcionar no Brasil com prévia autorização do Banco Central. Para o caso das instituições financeiras estrangeiras, além da referida autorização, é necessária autorização expressa do Poder Executivo, outorgada mediante decreto.

A Lei nº 4.595/1964 contempla a base da disciplina jurídica das atividades inerentes às instituições financeiras no Brasil, tendo instituído o Sistema Financeiro Nacional – SFN, que é constituído (i) do Conselho Monetário Nacional – CMN; (ii) do Banco Central do Brasil; (iii) do Banco do Brasil S.A.; (iv) do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES; e (v) das demais instituições financeiras públicas e privadas.

O Conselho Monetário Nacional, por sua vez, é integrado (i) pelo Ministro da Fazenda, que ocupa o cargo de presidente do Conselho; (ii) pelo presidente do Banco do Brasil S.A.; (iii) pelo presidente do BNDES; e (iv) por sete membros nomeados pelo Presidente da República. Nos termos do artigo 2º da Lei nº 4.595/1964, o Conselho Monetário Nacional tem a finalidade de formular a política da moeda e do crédito, objetivando o progresso econômico e social do País. Para tanto, o artigo 3º da mesma lei estabelece que a política do Conselho Monetário Nacional objetivará:

I - Adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;

de meios de pagamento na economia, na medida em que, ao mesmo tempo em que o depositante possui os recursos depositados (conforme indicados em seu extrato), parte de tais recursos foram disponibilizados a tomadores de empréstimos pelo banco. Essa prática é possível pois a experiência do setor bancário indica baixa probabilidade de que todos os depositantes realizem saques da integralidade de seus depósitos de uma só vez. Por meio dessa prática, os bancos acabam por multiplicar os meios de pagamento disponíveis na economia. Daí o termo “multiplicador monetário”. Sobre o tema, v. ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2011. p. 14-15.

- II - Regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- III - Regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;
- IV - Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- V - Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- VI - Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- VII - Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

Com o intuito de possibilitar a implementação desses objetivos, o artigo 4º da Lei nº 4.595/1964 estabeleceu as competências do Conselho Monetário Nacional, que deverão ser exercidas segundo as diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República. Dentre tais competências, destacam-se as seguintes:

- a) autorizar as emissões de papel-moeda;
- b) estabelecer condições para que o Banco Central do Brasil emita moeda-papel de curso forçado;
- c) fixar as diretrizes e normas da política cambial;

- d) disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas;
- e) regular a constituição, funcionamento e fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas à Lei nº 4.595/1964;
- f) limitar, sempre que necessário, as taxas de juros, descontos, comissões e qualquer outra forma de remuneração de operações e serviços bancários ou financeiros;
- g) determinar a percentagem máxima dos recursos que as instituições financeiras poderão emprestar a um mesmo cliente ou grupo de empresas;
- h) expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras;
- i) delimitar o capital mínimo das instituições financeiras privadas;
- j) determinar o recolhimento de até 60% do total dos depósitos e/ou outros títulos contábeis das instituições financeiras;
- k) regulamentar as operações de redesconto e de empréstimo efetuadas com quaisquer instituições financeiras públicas e privadas de natureza bancária;
- l) disciplinar as atividades das Bolsas de Valores e dos corretores de fundos públicos;
- m) regular as operações de câmbio (inclusive *swaps*) e os depósitos a prazo de instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo banco Central do Brasil.

Posteriormente, a Lei nº 6.099/1974 (conforme alterada pelas Leis nº 7.132/1983, 11.882/2008 e 12.024/2009) atribuiu competência ao Conselho Monetário Nacional para regular a atividade de arrenda-

mento mercantil, assim como a Lei nº 6.385/1976 conferiu competência ao referido Conselho para regular o mercado de capitais.⁶

Pode-se dizer, portanto, que no âmbito do Sistema Financeiro Nacional, o Conselho Monetário Nacional exerce função eminentemente estratégica e regulatória, notadamente em relação aos mercados financeiro, de capitais e de câmbio.

O Banco Central do Brasil, por sua vez, é uma autarquia federal criada pela Lei nº 4.595/1964, cujo presidente, por força da Lei nº 11.036/2004, é considerado Ministro de Estado.

Em síntese, o BACEN possui competência (i) executiva, no sentido de implementar as determinações e diretrizes do Conselho Monetário Nacional; (ii) regulamentar, no sentido de empregar efetividade às normas gerais expedidas pelo CMN; e (iii) fiscalizatória, em relação à atividade bancária e às exercidas pelas demais instituições financeiras e sociedades a elas equiparadas,⁷ além de operar como banco propriamente dito, podendo atuar exclusivamente com instituições financeiras, daí advindo o termo “banco dos bancos” pelo qual o Banco Central também é conhecido.

Dentre outras atribuições estabelecidas pela Lei nº 4.595/1964, cabe ao BACEN:

- a) exercer o controle do crédito, sob todas as suas formas;
- b) efetuar o controle dos capitais estrangeiros;

6 Cabe registrar que o Superior Tribunal de Justiça, por meio da Súmula nº 283, consolidou o entendimento de que “as empresas administradoras de cartão de crédito são instituições financeiras”, de modo que, por força do artigo 4º, VIII, da Lei nº 4.595/1964, tais entidades submetem-se à competência regulatória do Conselho Monetário Nacional.

7 Note-se que, por força de legislação extravagante, outras competências que não se relacionam com a atividade bancária propriamente dita foram atribuídas ao Banco Central, tais como o controle e fiscalização das operações de arrendamento mercantil sujeitas à Lei nº 6.099/1974 e a normatização, coordenação, supervisão, fiscalização e controle das atividades do sistema de consórcios, nos termos da Lei nº 11.795/2008.

- c) determinar o recolhimento de até 100% do total dos depósitos à vista e de até 60% de outros títulos contábeis das instituições financeiras ao Banco Central do Brasil, segundo a forma e condições por ele estabelecidas;
- d) receber os recolhimentos compulsórios e os depósitos voluntários à vista das instituições financeiras;
- e) exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas;
- f) conceder autorização às instituições financeiras para que possam (a) funcionar no País; (b) instalar ou transferir suas sedes ou dependências (inclusive no exterior); (c) ser transformadas, fundidas, incorporadas ou encampadas; (d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações, debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários; (e) ter prorrogados os prazos concedidos para funcionamento; (f) alterar seus estatutos; e (g) alienar ou, por qualquer forma, transferir o seu controle acionário;⁸
- g) estabelecer condições para a posse e o exercício de quaisquer cargos de administrações de instituições financeiras privadas, assim como para o exercício de quaisquer funções em órgãos consultivos, fiscais e semelhantes, observadas as normas expedidas pelo CMN;
- h) atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio do balanço de pagamentos, podendo intervir no

8 Sobre esse particular, cabe destacar que a Resolução nº 4.122/2012, do CMN, estabelece requisitos e procedimentos para constituição, autorização para funcionamento, cancelamento de autorização, alterações de controle, reorganizações societárias e condições para o exercício de cargos em órgãos estatutários ou contratuais das instituições que especifica.

mercado (comprando e vendendo ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior; e

- i) regular os serviços de compensação de cheques e outros papéis.

Com efeito, o objetivo da regulação exercida pelo BACEN visa o controle da moeda (incluindo o controle da emissão de papel-moeda), o controle da inflação, o controle das instituições financeiras e o controle das operações de câmbio.

No âmbito da regulação exercida para fins de controle das instituições financeiras, vale destacar a atuação do BACEN na edição de normas operacionais e institucionais que visam assegurar a solidez das instituições financeiras, preservar danos ao consumidor e fixar parâmetros de capitalização e patrimônio das instituições financeiras, de modo a implementar as recomendações do Acordo de Basileia.⁹

9 No âmbito do BIS (*Bank for International Settlements*, instituição criada por bancos centrais para fomentar a cooperação internacional com vistas à estabilidade monetária e financeira e que também funciona como “banco dos bancos centrais”), foi instituído em 1975 o Comitê de Supervisão Bancária da Basileia (*Basel Committee on Banking Supervision* – BCBS, também conhecido como “Comitê da Basileia”), que é a principal referência mundial para a regulação prudencial das instituições financeiras e consiste em um fórum permanente para discussão e cooperação nessa seara. O primeiro Acordo de Capital da Basileia, aprovado no âmbito do Comitê da Basileia e divulgado em julho de 1988, estabeleceu exigências mínimas de capital para instituições financeiras, com o objetivo de minimizar o risco de crédito. Posteriormente, foi divulgada em 2004 a revisão do Acordo de Capital da Basileia (conhecida como Basileia II). Em 2010, como resposta à crise econômica iniciada em 2007, e visando o fortalecimento do setor bancário, o Comitê da Basileia divulgou dois novos documentos: o “*Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems*” e o “*Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring*”, sendo ambos conhecidos simplesmente como “Basileia III”. No Brasil, as regras provenientes de Basileia III estão sendo implementadas por meio das Resoluções nº 4.192 e 4.193, ambas 2013, do Conselho Monetário Nacional, e da Circular nº 3.644/2013, do BACEN. Sobre o tema, v. BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Recomendações de Basileia*. Disponível em: «<https://www.bcb.gov.br/fis/supervisoao/basileia.asp>». Acesso em: 13.09.2018; BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS. *History of the Basel Committee*. Disponível em: «<https://www.bis.org/bcbs/history.htm>». Acesso em: 22.09.2018; e ASSAF NETO, op. cit., p. 143-146.

Nesse contexto, o Banco Central do Brasil exerce importante função para a manutenção da estabilidade e solvabilidade do Sistema Financeiro Nacional, atuando tanto preventivamente, a fim de evitar situações de crise, quanto repressivamente quando a crise é iminente ou já está instaurada.

2. A instituição financeira em crise.

Dada a importância das instituições financeiras para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, há relevante preocupação no sentido de prevenir e, quando tal objetivo não puder ser alcançado, de remediar situação de crise no âmbito de tais instituições.

O foco dessa vertente de atuação do BACEN é a proteção da economia popular, por meio da preservação do sistema de pagamentos e da manutenção da solvência e estabilidade das instituições financeiras.

Sobre esse particular, Eduardo Luís Lundberg registrou que:

Pelo fato dos bancos fazerem parte do sistema de pagamentos do País, bem como pelo fato dos bancos e instituições financeiras intermediarem a moeda e crédito do sistema econômico, onde se formam as taxas de juros, existe uma elevada correlação entre a estabilidade macroeconômica e a saúde dos sistemas financeiros. Os problemas macroeconômicos de um país afetam a estabilidade e o bom funcionamento do sistema financeiro, assim como sistemas bancários insolventes tem conseqüências negativas sobre a economia e a política econômica do governo.

Evidentemente um sistema financeiro frágil ou debilitado, com a presença de bancos insolventes, não cumpre eficientemente esse papel. Um

banco insolvente não responde mais aos estímulos normais de mercado, nem é um conselheiro confiável das melhores opções de investimento. Refém de seus prejuízos e de seus clientes problema, captam recursos para aplicar em operações de duvidoso retorno ou para prolongar a sobrevivência de empresas e atividades ineficientes. Assim, afora o risco que representam ao sistema de pagamentos do país e à poupança popular, bancos insolventes também não cumprem sua função social, prejudicando o crescimento econômico e a eficiência no uso de recursos da sociedade.¹⁰

Como bem observou Sérgio Botrel a supervisão bancária abrange, em síntese, quatro estágios: “a autorização para o regular funcionamento das sociedades bancárias, a fiscalização, a punição pela infração das normas de direito bancário, e a administração de crises (a qual compreende o papel do Bacen como prestamista de última instância, esquemas de seguro de depósito e procedimentos de insolvência bancária)”.¹¹

Com efeito, a crise bancária pode se manifestar sob as formas de iliquidez e de insolvência. A iliquidez é configurada quando a instituição financeira possui acervo patrimonial suficiente para adimplir suas obrigações, porém, não possui recursos disponíveis (caixa) para adimplir suas obrigações imediatamente exigíveis. A insolvência, por sua vez, consiste na situação em que as obrigações de determinada entidade superam o seu acervo patrimonial ou, em outras palavras, quando não há recursos próprios suficientes para efetuar o pagamento de todas as obrigações da instituição.

10 LUNDBERG, Eduardo Luís. Rede de proteção e saneamento do sistema bancário. In: SADDI, Jairo (Org.). *Intervenção e liquidação extrajudicial no sistema financeiro nacional*. São Paulo: Textonovo, 1999. p. 34.

11 BOTREL, Sérgio. Liquidação bancária e temas afins. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 30, ano 8, p. 292-322, out./dez. 2005, p. 293.

A iliquidez, de forma isolada, pode ser considerada uma crise mais branda, na medida em que a instituição financeira pode possuir patrimônio para honrar seus compromissos, mas tal patrimônio não está disponível no momento da exigibilidade das obrigações mais imediatas. Ou seja, é possível que uma instituição financeira esteja com problema de liquidez, mas não insolvente. Tal situação é conhecida como “descasamento de caixa”.

Já a insolvência representa crise de maior gravidade, pois coloca em risco a estabilidade e a eficiência do sistema financeiro. Note-se que uma instituição financeira pode possuir liquidez (recursos em caixa), mas estar insolvente. Por tal razão, um dos grandes desafios da regulação bancária é justamente identificar e combater de forma célere tais situações.

A insolvência bancária pode decorrer de equívocos de gestão, assunção de riscos elevados, variações abruptas do cenário macroeconômico e, até mesmo, de fraudes. Geralmente, ao se deparar com os primeiros sinais de problemas que podem resultar na insolvência, as instituições financeiras passam a adotar um comportamento irracional no intuito de tentar solucionar a crise iminente.

Nessa linha, existe grave risco de os atos de gestão entrarem num ciclo vicioso que acaba por culminar na efetiva crise da instituição financeira. A esse respeito, vale transcrever as seguintes notas de Eduardo Salomão Neto:

[...] a decisão de captar recursos e a determinação do custo aceitável para fazê-lo sofrem também distorções quando a instituição financeira está ameaçada de insolvência. Na tentativa de postergá-la, podem-se efetuar captações a taxas excessivamente altas. Tais captações, se por um lado complicam ainda mais o desequilíbrio patrimonial do captador, têm efeito sobre toda a economia e mesmo sobre as finanças públicas: os juros mais elevados praticados pela instituição podem

forçar elevação das taxas de juros primárias ou oficiais, principalmente quando não exista conscientização popular dos riscos envolvidos em fazer depósitos na instituição prejudicada, ou quando a maior parte dos bancos de um determinado país se veja em uma mesma situação de crise. Ocorrendo isto, a capacidade governamental de influenciar as taxas de juros e o andamento da economia pela emissão de títulos públicos torna-se restrita e custosa, pois até a dimensão da crise ser conhecida os papéis governamentais poderá ter dificuldades em conseguir compradores se não oferecerem taxas competitivas com as das captações pelas instituições deficitárias.¹²

Não sendo combatida com rapidez, a crise pode resultar na cessação das atividades da instituição financeira e, a depender do porte de tal instituição, afetar o mercado financeiro como um todo, desencadeando verdadeira crise sistêmica.

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa assim exemplificou uma forma de desencadeamento de crise sistêmica:

Se um produtor de grande porte não consegue recursos junto aos bancos suficientes para o adequado giro dos seus negócios, ele, por sua vez, é obrigado a reduzir o crédito que costuma dar aos seus fornecedores, causando uma sequência negativa de dificuldades, as quais, na ponta final começam a gerar o inadimplemento no cumprimento das obrigações das empresas devedoras. Tal inadimplemento se voltará na mesma cadeia em sentido inverso, estabelecendo uma crise sistêmica no comércio e na indústria. Tal crise, por sua vez, em um dado momento chegara aos ban-

12 SALOMÃO NETO, op. cit., p. 666.

cos mutuantes em maior ou menor grau, dependendo da sua profundidade e velocidade.¹³

A crise sistêmica pode ser deflagrada pela necessidade de acesso a recursos financeiros pelos credores da instituição em crise. Geralmente, clientes que aplicaram recursos em tal instituição e sofreram perdas ou indisponibilidades de suas aplicações. Tal necessidade de acesso a recursos financeiros, a depender do tamanho da instituição em crise, pode levar a uma corrida por saques nas outras instituições integrantes do sistema, ocasionando problemas de iliquidez generalizada que podem se desdobrar em insolvência.

Outra possível causa de uma crise sistêmica é o não pagamento de débitos decorrentes de operações interbancárias.¹⁴ É comum que os bancos integrantes do sistema financeiro realizem operações de crédito entre si para fins de manutenção de liquidez. A depender do grau de interligação dessas operações, a insolvência de determinada instituição poderá ocasionar inadimplementos sucessivos entre as diversas instituições financeiras envolvidas, também conhecido como “efeito dominó”.

Além disso, o mercado pode vislumbrar correlação entre ativos da instituição em crise e os das demais instituições integrantes do sistema e avaliar negativamente essas últimas. Daí decorrem desdobramentos como dificuldades de acesso a crédito (seja pela redução do volume ofertado por financiadores, seja pelas taxas praticadas) e precificação negativa dos valores mobiliários emitidos por tais instituições.

13 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Crise bancária e recuperação. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 11, ano 3, p. 183-194, set./out. 2015, p. 185.

14 Operações interbancárias, como se denota da própria expressão, são operações realizadas entre os bancos para fins de aplicações e captações de recursos com o objetivo de reforçar o caixa (no caso dos captadores) ou apurar retornos sobre saldos excedentes (no caso dos aplicadores), geralmente de curtíssimo prazo. Sobre o tema, v. ASSAF NETO, op. cit., p. 59.

Por óbvio, os efeitos da crise no âmbito de instituições financeiras são indesejáveis e existem estratégias tanto para preveni-las, quanto para remediá-las, as quais serão objeto de análise nos capítulos seguintes.

3. Estratégias preventivas de combate à crise.

No que diz respeito às estratégias preventivas de combate à crise no âmbito das instituições financeiras, pode-se dizer que o instrumento básico de que dispõe o BACEN é a prerrogativa de conceder autorização para o exercício regular da atividade bancária.¹⁵

Para que obtenha autorização para funcionar, a instituição financeira deverá comprovar, perante o Banco Central, que possui idoneidade financeira (observando o capital mínimo exigido¹⁶ e demonstrando a origem dos recursos a serem utilizados no empreendimento), viabilidade econômica de seu plano de negócios e idoneidade moral e capacidade técnica de seus controladores e administradores.

A concessão da autorização para funcionamento, contudo, tem natureza discricionária e deve ser tomada pelo Banco Central à luz de sua conveniência e oportunidade, considerando as condições de mercado.¹⁷ Busca-se, com tal procedimento, assegurar que somente serão integradas ao Sistema Financeiro Nacional as instituições plenamente capazes de cumprir seu objeto social sem colocar em risco o sistema.

15 Nos termos do artigo 10, X, da Lei nº 4.595/1964 e da Resolução nº 4.122/2012, do Conselho Monetário Nacional.

16 O artigo 1º do Regulamento Anexo II à Resolução nº 2.099/1994, do Conselho Monetário Nacional, estabelece os limites mínimos de capital realizado e patrimônio líquido que devem ser permanentemente observados pelas instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. A título exemplificativo, o limite mínimo exigido dos bancos comerciais e das carteiras comerciais de bancos múltiplos é de R\$ 17.500.000,00.

17 BOTREL, op. cit., p. 294.

Outro importante fator preventivo de crises é o estabelecimento de regras prudenciais e a perseguição de sua efetivação por meio da fiscalização.

Nesse campo, conforme delegação expressa contida no artigo 10, IX, da Lei nº 4.595/1964, compete ao Banco Central exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas. Assim, utiliza-se o BACEN de seu poder sancionador para coagir as instituições financeiras a atuarem em conformidade com as normas prudenciais estabelecidas.

Ainda no campo dos mecanismos preventivos de crise, a implementação de sistema garantidor de depósitos é uma prática difundida mundialmente. No Brasil, essa ferramenta é implementada pelo Fundo Garantidor de Créditos – FGC, uma entidade privada (associação sem fins lucrativos) custeada pelas instituições creditícias, cujas contribuições são proporcionais às responsabilidades que cada participante possa gerar.

Apesar de seu caráter privado, o FGC está sujeito a relevante ingerência estatal, na medida em que a Resolução nº 4.222/2013, do Conselho Monetário Nacional, dispõe sobre as contribuições a serem pagas pelas instituições associadas, as condições para dispor da garantia especial, os tipos de instituições associadas e o estatuto e o regulamento do FGC. Nesse sentido, a regulação do CMN determina a participação compulsória de determinadas instituições financeiras na referida associação.

A proteção conferida pelo FGC tem natureza institucional, eis que inexistente relação contratual entre tal entidade e os investidores e depositantes por ela protegidos. O FGC proporciona basicamente duas modalidades de garantia: a ordinária e a especial.

A garantia ordinária abrange os créditos representados pelos instrumentos financeiros referidos no artigo 2º de seu Regulamento, observados os limites de (i) R\$ 250.000,00 para cada pessoa (física ou jurídica) em relação a uma mesma instituição associada ou contra to-

das as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro; e (ii) R\$ 1.000.000,00 para cada pessoa (física ou jurídica) em relação a todas as instituições associadas, a cada período de quatro anos consecutivos.¹⁸

Já a garantia especial abrange os depósitos a prazo, sem emissão de certificado, nas condições e nos limites estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional, captados pelas instituições autorizadas. Tais depósitos são conhecidos como “Depósitos a Prazo com Garantia Especial do FGC (DPGE)” e assim devem ser especificados nos contratos para que façam jus à garantia especial.

A garantia às operações de DPGE é limitada ao montante de R\$ 20.000.000,00 para cada pessoa (física ou jurídica) em relação a uma mesma instituição associada ou contra todas as instituições associadas do mesmo conglomerado financeiro.

Cabe notar que a garantia prestada pelo FGC somente pode ser acionada nas hipóteses de a instituição devedora estar sob intervenção, liquidação extrajudicial ou ter seu estado de insolvência reconhecido pelo BACEN. Uma vez acionada a garantia e efetuado o pagamento do crédito do depositante ou investidor, o FGC se subroga no direito de crédito em questão.

Ainda na linha de prevenção a situações de crise, o FGC pode efetuar empréstimos de liquidez e adquirir créditos detidos por instituições financeiras, de modo a solucionar problemas de caixa momentâneos e evitar a deterioração da situação patrimonial da instituição financeira.

Apesar de todos os mecanismos preventivos acima mencionados, a crise pode exsurgir e, nesse cenário, impõe a atuação corretiva por parte do BACEN.

¹⁸ De acordo com o artigo 2º, §§ 2º e 3º, do Regulamento do FGC (Anexo II da Resolução CMN nº 4.222/2013).

4. Estratégias corretivas de combate à crise.

Em situação de crise vivenciada por instituição financeira, a atuação corretiva por parte do BACEN será definida de acordo com a gravidade do problema ou com o porte e importância da instituição financeira para o sistema.

A respeito dos mecanismos utilizados pelo BACEN e das hipóteses de aplicação, Sérgio Botrel anotou que:

A imposição de *medidas acautelatórias* é o mais novo instrumento que pode preceder os *regimes especiais de intervenção*. Instituída pela Lei 9.447/97, a imposição de *medidas acautelatórias* resume-se ao poder/dever conferido ao Bacen (Banco Central) para determinar a capitalização da sociedade bancária, com o aporte de recursos necessários ao seu soerguimento, em montante por ele fixado, ordenar a transferência do controle acionário ou, ainda, a reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão.

A rigor, esta modalidade de intervenção mostra-se um tanto quanto eficaz quando realizada no momento adequado, haja vista que, antecipando-se à crise, o Bacen possibilita a preservação da confiança existente no sistema, evitando, via de consequência, a consumação de prejuízos e a contaminação do mercado.

Afinal, tanto a iliquidez quanto o *moral hazard*, problemas que comumente atingem as entidades bancárias, podem ser sanados mediante a determinação das operações noticiadas, nada impedindo, ainda, que ambos os problemas sejam, conjuntamente, solucionados.

Examinada a situação a que está exposta uma determinada instituição bancária, o Bacen, se entender que a determinação das *medidas acautelatórias* não é suficiente para combater as irregularidades verificadas, ou se esta se evidenciou infrutífera, tem a seu dispor a decretação dos seguintes regimes: *Regime de Administração Especial Temporária* (Raet), *Intervenção Extrajudicial*, e *Liquidação Extrajudicial*.¹⁹

Na mesma linha, Eduardo Salomão Neto apresentou a seguinte síntese:

De qualquer modo, seja em virtude do prejuízo à eficiência do sistema trazido pelas instituições que se arrastam à beira de uma crise, seja pelo risco sistêmico posterior à eclosão da crise, várias estratégias de ação governamental foram desenvolvidas para prevenir e enfrentar as crises bancárias, com risco sistêmico ou não. As principais dentre tais estratégias são:

i) em uma fase inicial e anteriormente ao aparecimento de qualquer crise, podem os governos criar sistemas de seguro de depósitos;

ii) configurada a crise, mas para situações de menor gravidade, é possível que empréstimos de liquidez sejam efetuados pelo Banco Central, agindo como o que se chama na prática de emprestador de último recurso; tais operações são, no jargão bancário, frequentemente designadas de *re-desconto*;

iii) já na materialização da crise, podem ser adotadas soluções de mercado, marcadas por certo

¹⁹ BOTREL, op. cit., p. 295-296.

nível de coercitividade governamental, impondo a cessão de controle ou venda de ativos da instituição em crise, de forma a propiciar a alteração da titularidade da atividade bancária em questão, inclusive com a possibilidade de recapitalização; e

iv) adoção de procedimentos especiais de intervenção na instituição em crise, visando desde a simples substituição de gestores até a cessação de seus pagamentos e sua eventual extinção.²⁰

Percebe-se, portanto, que as medidas corretivas à disposição do BACEN para solucionar crise no âmbito de instituições financeiras em situações consideradas mais brandas são as operações de desconto e a determinação para que seja implementada solução de mercado, como a cessão do controle, a venda de ativos e a capitalização da entidade. Nos casos mais graves, não haverá outra opção senão a decretação de regime especial.

4.1. Operações transitórias de liquidez efetuadas pelo BACEN.

Para situações de crise leve, em estágio inicial ou, ainda, que aflijam instituições de grande porte cuja insolvência representa ameaça à integridade do sistema financeiro (as chamadas “*too big to fail*”) o mecanismo geralmente utilizado pelo BACEN é a realização de operações transitórias de liquidez, operacionalizadas por meio de desconto e disciplinadas pela Resolução nº 2.949/2002, do Conselho Monetário Nacional, e da Circular BACEN nº 3.105/2002.

Enquanto “emprestador de último recurso”, o Banco Central pode realizar operações compromissadas (compra com compromisso

²⁰ SALOMÃO NETO, op. cit., p. 668-669.

de revenda) e o redesconto propriamente dito (desconto de títulos e valores mobiliários e direitos creditórios descontados integrantes do ativo da instituição financeira interessada).

Tais operações são de curto prazo e podem ser realizadas nas modalidades (i) intradia (na qual o vencimento ocorre no mesmo dia da contratação e são destinadas a atender necessidades de liquidez da instituição financeira ao longo do dia); (ii) de um dia útil (destinadas a satisfazer necessidades de liquidez decorrentes de descasamento de curtíssimo prazo no fluxo de caixa da instituição financeira); (iii) de até quinze dias úteis, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse quarenta e cinco dias úteis (destinadas a satisfazer necessidades de liquidez provocadas pelo descasamento de curto prazo no fluxo de caixa da instituição financeira e que não caracterizem desequilíbrio estrutural); e (iv) de até noventa dias corridos, podendo ser recontratadas desde que o prazo total não ultrapasse cento e oitenta dias corridos (destinadas a viabilizar o ajuste patrimonial de instituição financeira com desequilíbrio estrutural).²¹

Quanto maior o prazo pretendido, maiores são as exigências estabelecidas pela Circular BACEN nº 3.105/2002 para a realização da operação.

A esse respeito, as operações de até quinze dias úteis dependem de prévia anuência do Banco Central do Brasil e da apresentação, pela instituição interessada, de projeção detalhada de seu fluxo de caixa diário, demonstrando as necessidades de fundos previstas para o período da operação. Já as operações de até noventa dias corridos dependem de aprovação pela Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, devendo a instituição financeira apresentar pleito fundamentado ao Departamento de Operações Bancárias e de Sistema de Pagamentos – Deban, acompanhado, obrigatoriamente, de (i) demonstrativo das necessidades de caixa projetadas para o período

21 Conforme dispõe o artigo 4º da Circular BACEN nº 3.105/2002.

da operação; e (ii) programa de reestruturação visando a sua capitalização ou a venda de seu controle acionário, firmado pelo acionista controlador, a ser implementado no período da operação.

4.2. Soluções de mercado implementadas por coerção do regulador.

Não sendo possível solucionar a crise por meio de operações transitórias de liquidez efetuadas pelo BACEN ou tendo a tentativa realizada nesse sentido se mostrado insuficiente, nos termos do artigo 5º da Lei nº 9.447/1997, o Banco Central poderá, desde que verificadas as hipóteses ensejadoras de decretação de intervenção ou de liquidação judicial,²² determinar as seguintes medidas:

- a) capitalização da sociedade, com o aporte de recursos necessários ao seu soerguimento, em montante fixado pelo Banco Central;
- b) transferência do controle acionário; e
- c) reorganização societária, inclusive mediante incorporação, fusão ou cisão.

Tais medidas têm por escopo assegurar a normalidade da economia pública e resguardar os interesses dos depositantes, investidores e demais credores por meio de solução de mercado, sem que seja necessário a decretação de regime especial.

No entanto, caso (i) a medida determinada seja implementada, mas não logre solucionar a crise em questão ou (ii) a medida determinada não seja implementada no prazo estabelecido pelo BACEN, será necessariamente decretado o regime especial cabível.

²² Previstas, respectivamente, nos artigos 2º e 15 da Lei nº 6.024/1974, que serão objeto de análise específica no Capítulo 4 deste trabalho.

Daí decorre o caráter coercitivo das “soluções de mercado” determinadas pelo BACEN: ou a solução por ele estabelecida é implementada dentro do prazo estipulado ou necessariamente será decretado regime especial para a instituição financeira em questão.

A respeito das mencionadas “soluções de mercado”, vale transcrever a seguinte reflexão de Eduardo Salomão Neto:

A solução para crises bancárias frequentemente é a cessão de ativos empresariais a novos controladores, muitas vezes antes mesmo do anúncio formal de dificuldades, reabrindo as instituições sob novos nomes. Essa cessão precisa ser feita compulsoriamente e este era o objetivo a ser cumprido pela lei: dar poderes expressos ao Banco Central do Brasil para proceder a reestruturação de maneira vinculante para as partes envolvidas. Matematicamente, o adquirente dos ativos muitas vezes apenas se compromete a assumir as dívidas da instituição, em valor igual aos ativos físicos que adquire (agências, pontos comerciais, mobiliários de agências etc.) mais um prêmio conveniado com o Banco Central. A parte das dívidas transferidas que exceda a soma do valor dos ativos e do prêmio pode ser financiada pelo governo.²³

Em tese, a “solução de mercado” tende a ser mais vantajosa se comparada à decretação de regime especial, na medida em que o adquirente de ativos ou do controle societário geralmente realiza o pagamento de um “prêmio” pelo controle, sendo os recursos correspondentes utilizados para o pagamento das dívidas da instituição em crise.

23 SALOMÃO NETO, op. cit., p. 685.

No entanto, deve-se chamar a atenção para o fato de que o Judiciário tem entendido pela existência de solidariedade entre a instituição financeira que incorpora a parcela cindida de outra e a instituição que foi cindida, por dívidas desta. Nessa linha, vejamos os seguintes julgados do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro e do Superior Tribunal de Justiça, respectivamente:

PROCESSUAL CIVIL. AGRAVO DE INSTRUMENTO. AÇÃO INDENIZATÓRIA. EXECUÇÃO. EXCEÇÃO DE PRÉ-EXECUTIVIDADE. REJEIÇÃO. REDIRECIONAMENTO DA EXECUÇÃO. LEGITIMIDADE DO BANCO ITAÚ UNIBANCO S/A. AÇÃO PROPOSTA ORIGINALMENTE EM FACE DO BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO S/A. CISÃO DO BANCO DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO EM RAZÃO DA QUAL SE DEU A TRANSFERÊNCIA DE PARTE DO PATRIMÔNIO AO BANCO BANERJ S/A, O QUAL, POR SUA VEZ, FOI INCORPORADO AO BANCO ITAÚ S/A. SOLIDARIEDADE PASSIVA DA SOCIEDADE QUE ABSORVER AS PARCELAS DO PATRIMÔNIO DA COMPANHIA CINDIDA, NA FORMA DO ART. 233 DA LEI Nº 6.404/1976. EXECUÇÃO QUE PODE SER PROMOVIDA CONTRA O DEVEDOR E SEUS SUCESSORES, NA FORMA DO ART. 779, INCISO II DO CPC. POSSIBILIDADE DE REDIRECIONAMENTO DA EXECUÇÃO EM FACE DO BANCO ITAÚ UNIBANCO S/A ENQUANTO SUCESSOR EMPRESARIAL SOLIDÁRIO DO EXTINTO BANCO BANERJ S/A, AINDA QUE NÃO CITADO ANTES DA FORMAÇÃO DO TÍTULO EXECUTIVO JUDICIAL. GARANTIAS DA AMPLA DEFESA E DO CONTRADITÓRIO ASSEGURADAS NESTA FASE DO PROCEDIMENTO. UNÍSSONA A JURISPRUDÊNCIA DA E. CORTE SUPERIOR E DESTA TRIBUNAL DE JUSTIÇA NESSE SENTIDO. DESPROVIMENTO DO AGRAVO.²⁴

24 RIO DE JANEIRO. Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro. Nona Câmara Cível.

Banco Banerj S.A. Legitimidade passiva para responder pela execução. Coisa julgada. Valor da multa cominatória. Precedentes da Corte. 1. Ambas as Turmas que compõem a Segunda Seção desta Corte já decidiram que o Banco Banerj S.A., diante do instrumento de transferência de ativos do antigo banco, “é parte legítima para responder em juízo pelas dívidas a que o primeiro foi condenado” (REsp nº 310.804/RJ, Relator o Ministro Ruy Rosado de Aguiar, DJ de 27/5/02). 2. Sem o devido prequestionamento quanto aos artigos 6º, § 3º, da Lei de Introdução e 472 do Código de Processo Civil, o especial fica sem passagem. 3. Não cabe a redução do valor da multa cominatória quando fixado com moderação, como ocorre neste feito. 4. Recurso especial não conhecido.²⁵

Tal posicionamento do Judiciário tende a reduzir a aplicação da cisão parcial com incorporação da parcela cindida dentre os instrumentos tendentes a promover “solução de mercado”, tendo em vista a insegurança gerada em relação ao risco de sucessão quanto ao passivo da instituição em crise.

A fim de fomentar as “soluções de mercado”, a Resolução nº 2.208/1995, do Conselho Monetário Nacional, com respaldo da Lei nº 9.710/1998 (originada da conversão da Medida Provisória nº 1.179/1995, após sucessivas reedições) instituiu o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (PROER), cuja implementação ocorre por meio de reorganizações administrativas, operacionais e societárias, previamente autori-

Agravo de Instrumento nº 0047253-86.2017.8.19.0000. Relator: Des. Luiz Fernando Ribeiro de Carvalho. Julgado em: 12 dez. 2017. Publicado no DJe de: 14 dez. 2017.

25 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. Recurso Especial nº 775.054/RJ. Relator: Min. Ministro Carlos Alberto Menezes Direito. Julgado em: 08 nov. 2005. Publicado no DJe de: 1º fev. 2006.

zadas pelo BACEN, que resultem na transferência do controle ou na modificação do objeto social da instituição financeira em crise.

Nesse contexto, o PROER viabiliza o financiamento de operações de reestruturação com o objetivo de solucionar a crise no âmbito de instituições financeiras, abrangendo, além de linha especial de assistência financeira e de fomento ao crédito aos participantes do PROER, a flexibilização do atendimento dos limites operacionais aplicáveis às instituições financeiras e diferimento dos desembolsos com as despesas da reestruturação.

Por sua vez, o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (PROES)²⁶ foi criado para incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade bancária e possibilita a concessão de linhas especiais de assistência financeira com vistas à extinção ou saneamento das instituições financeiras controladas pelos Estados da Federação.

A respeito do contexto da criação do PROES, veja-se o seguinte registro do Min. João Otávio de Noronha:

Até o início dos anos noventa, quase todos os estados-membros brasileiros tinham seu banco oficial, de âmbito regional, em cuja gestão os governadores exerciam forte influência. Mal administrados e tendo como principais devedores os próprios estados-membros, também endividados, tais instituições encontravam-se debilitadas financeiramente, muitas, inclusive, impossibilitadas de serem liquidadas, seja por razões políticas, seja pelo fato de que sua liquidação traria grande desconfiança no mercado, pondo em risco todo o sistema.²⁷

26 Instituído originalmente pela Medida Provisória nº 1.556-7/997 (reeditada diversas vezes, sendo a última reedição a Medida Provisória nº 2.192-70/2001) e pela Resolução nº 2.365/1997, do Conselho Monetário Nacional.

27 NORONHA, João Otávio de. A regulação bancária no direito brasileiro: a atuação do Con-

Com efeito, o PROES logrou cumprir substancialmente seu objetivo, na medida em que, dos trinta bancos sob controle de Estados então existentes quando da criação do programa, apenas cinco não foram privatizados.²⁸

5. Regimes especiais aplicáveis às instituições financeiras em crise.

Nos casos em que o BACEN conclua que as medidas de correção mais brandas abordadas no capítulo anterior não sejam suficientes para solucionar a crise ou, ainda, nas hipóteses em, mesmo quando determinadas e devidamente aplicadas, tais medidas não produzam o efeito de estancar a crise, o Banco Central poderá decretar um dos seguintes regimes especiais para tal instituição: (i) Regime de Administração Especial Temporária – RAET; (ii) intervenção; ou (iii) liquidação extrajudicial.

5.1 Regime de Administração Especial Temporária – RAET.

O Regime de Administração Especial Temporária – RAET, criado pelo Decreto-lei nº 2.321/1987, visa o saneamento financeiro da instituição financeira em crise, sem interferir no andamento regular de suas atividades.

Dentre os regimes especiais, o RAET é considerado o mais leve, eis que não afeta o curso regular dos negócios da instituição sob o regime, podendo ser decretado nas seguintes hipóteses:

selho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil. In: ROCHA, Cesar Asfor. *Estudos Jurídicos em Homenagem ao Ministro Cesar Asfor Rocha*. Ribeirão Preto: Migalhas, 2012. p. 137-138.

28 Ibidem, p. 138.

- a) prática reiterada de operações contrárias às diretrizes de política econômica ou financeira traçadas em lei federal;
- b) existência de passivo a descoberto;
- c) descumprimento das normas referentes à conta de Reservas Bancárias mantida no Banco Central do Brasil;
- d) gestão temerária ou fraudulenta de seus administradores;²⁹
- e) ocorrência de qualquer das situações descritas no artigo 2º da Lei nº 6.024/1974.³⁰

Uma vez decretado o RAET, os administradores e conselheiros fiscais da instituição sob o regime perdem seus mandatos e a administração especial temporária será exercida por um Conselho Diretor nomeado pelo BACEN com plenos poderes de gestão para a condução dos negócios sociais.

Em até 60 dias após sua nomeação, o Conselho Diretor deve apresentar relatório que conterà (i) o exame da escrituração, da aplicação dos fundos e disponibilidades e da situação econômico-financeira da instituição; (ii) a indicação, devidamente comprovada, dos atos e omissões danosos que eventualmente tenha verificado; e (iii) proposta justificada da adoção das providências que lhe pareçam convenientes à instituição.

À luz do referido relatório ou de proposta do Conselho Diretor, o BACEN poderá (i) autorizar a transformação, a incorporação, a fusão, a cisão ou a transferência do controle acionário da instituição,

29 Tal prática, inclusive, configura a conduta tipificada no art. 4º, parágrafo único, da Lei nº 7.492/1986, conhecida como "Lei do Colarinho Branco".

30 O artigo 2º da Lei nº 6.024/1974 estabelece as situações que ensejam a intervenção de instituições financeiras, a saber: (i) a entidade sofrer prejuízo, decorrente da má administração, que sujeite a riscos os seus credores; (ii) forem verificadas reiteradas infrações a dispositivos da legislação bancária não regularizadas após as determinações do Banco Central do Brasil, no uso das suas atribuições de fiscalização; (iii) impontualidade, execução frustrada e prática de atos de falência, caso houver possibilidade de se evitar a liquidação extrajudicial.

em face das condições de garantia apresentadas pelos interessados; (ii) propor a desapropriação, por necessidade ou utilidade pública ou por interesse social, das ações do capital social da instituição; e (iii) decretar a liquidação extrajudicial da instituição.

O RAET cessará nas hipóteses:

- a) de o BACEN concluir, a seu exclusivo critério, que a situação da instituição financeira se normalizou;
- b) de a União assumir o controle da instituição financeira por meio da desapropriação das ações de emissão da instituição;³¹
- c) de implementação de reorganização societária (transformação, incorporação, fusão, cisão ou de transferência do controle acionário da instituição) por determinação do BACEN; ou
- d) de decretação da liquidação extrajudicial.

Assim, a decretação do RAET pode culminar na normalização da situação da instituição financeira por meio dos atos de gestão praticados pelo Conselho Diretor, hipótese na qual, se reconhecida pelo BACEN, resultará na cessação do regime especial, com a retomada da administração por administradores eleitos na forma do respectivo estatuto social.

Não sendo verificada a normalização da situação da instituição, a solução necessariamente será mais radical, resultando na absorção da instituição por outra entidade, mudança de seu controle ou mesmo do encerramento de suas atividades, como consequência da liquidação extrajudicial.

31 A assunção do controle de instituição financeira pela União por meio da desapropriação das ações de emissão de tal instituição depende de autorização legislativa específica, tendo em vista o disposto no artigo 37, XIX e XX, da Constituição Federal e artigo 2º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 13.303/2016.

5.2 Intervenção.

A intervenção consiste em regime especial estabelecido pela Lei nº 6.024/1974 por meio do qual o BACEN nomeia interventor com plenos poderes para gerir a instituição em crise e que pode ter duração de até seis meses, prorrogáveis apenas uma vez até o máximo de outros seis meses. Com a nomeação do interventor, ficam suspensos os mandatos dos administradores e conselheiros fiscais da instituição.

Podem sofrer intervenção as instituições financeiras privadas, as instituições financeiras públicas não federais e as cooperativas de crédito.

Tal regime especial é decretado pelo BACEN, *ex officio* ou mediante pedido dos administradores da instituição, nas hipóteses de (i) a entidade sofrer prejuízo, decorrente da má administração, que sujeite a riscos os seus credores; (ii) serem verificadas reiteradas infrações a dispositivos da legislação bancária não regularizadas após as determinações do Banco Central do Brasil, no uso das suas atribuições de fiscalização; ou (iii) verificação de causas conducentes à decretação de falência (impontualidade, execução frustrada e atos de falência).

A decretação da intervenção suspende a exigibilidade das obrigações vencidas e a fluência do prazo das obrigações vincendas anteriormente contraídas, bem como torna inexigíveis os depósitos já existentes à época.

Em até 60 dias após sua nomeação, o interventor deve apresentar relatório que, dentre outras disposições, conterà propostas de providências convenientes à instituição. À vista do relatório, o BACEN poderá: (i) determinar a cessação da intervenção; (ii) prosseguir com a intervenção; ou (iii) decretar a liquidação extrajudicial.

A intervenção cessará (i) se qualquer interessado, apresentando as necessárias condições de garantia, julgadas a critério do Banco Central do Brasil, tomarem a si o prosseguimento das atividades eco-

nômicas da instituição financeira; (ii) quando, a critério do Banco Central do Brasil, a situação da entidade se houver normalizado; ou (iii) se decretada a liquidação extrajudicial ou a falência da entidade.

A respeito da efetividade da intervenção, Marcelo Madureira Prates fez o seguinte registro em trabalho publicado em 2007:

Logo de início, de se questionar a eficácia e, por conseguinte, a utilidade do regime de *intervenção*, uma vez que, nos últimos 10 anos, a imensa maioria das intervenções foi transformada em liquidação extrajudicial. A perda de credibilidade - atributo fundamental para o bom funcionamento de qualquer instituição financeira - que resulta da decretação da *intervenção*, especialmente em face da decorrente inexistência dos depósitos existentes (art. 6º, c, da Lei 6.024/74), tem infirmado o objetivo primordial desse instrumento, qual seja, o oferecimento de condições favoráveis para a superação de uma crise econômica conjuntural de modo que a instituição financeira possa voltar a atuar normalmente.³²

Destaque-se que há autores que entendem que o RAET substituiu a intervenção.³³ No entanto, parece mais adequada a posição defendida por Eduardo Salomão Neto, para quem “o RAET e a intervenção coexistem, podendo a autoridade monetária optar segundo a gravidade da situação da entidade pelo primeiro, mais brando, ou pela segunda, mais severa”.³⁴

32 PRATES, Marcelo Madureira. Recuperação e liquidação de instituições financeiras em crise: problemas atuais e (possíveis) soluções futuras. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, n. 35, ano 10, p. 19-46, jan./mar. 2007, p. 23.

33 Nesse sentido, v. ABRÃO, op. cit., p. 208; e COMPARATO, Fábio Konder. As autorizações de funcionamento de instituições financeiras. In: _____. *Direito Público: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1996. p. 249.

34 SALOMÃO NETO, op. cit., p. 706.

5.3. Liquidação extrajudicial.

A liquidação extrajudicial, prevista na Lei nº 6.024/1974, é a mais enérgica das medidas corretivas à disposição do BACEN para lidar com a crise no âmbito de instituição financeira, pois acarreta o encerramento das atividades e a extinção da entidade, “conduzindo aos mesmos resultados do procedimento concursal judicial, que é a falência”, como bem observado por Nelson Abrão.³⁵

A liquidação extrajudicial pode ser decretada (i) a pedido dos administradores da instituição; (ii) mediante proposta justificada do interventor; ou, ainda, (iii) de ofício pelo BACEN, nas seguintes hipóteses:

- a) em razão de ocorrências que comprometam sua situação econômica ou financeira especialmente quando deixar de satisfazer, com pontualidade, seus compromissos ou quando se caracterizar qualquer dos motivos que autorizem a declaração de falência;
- b) quando a administração violar gravemente as normas legais e estatutárias que disciplinam a atividade da instituição bem como as determinações do Conselho Monetário Nacional ou do Banco Central do Brasil, no uso de suas atribuições legais;
- c) quando a instituição sofrer prejuízo que sujeite a risco anormal seus credores quirografários; ou
- d) quando, cassada a autorização para funcionar, a instituição não iniciar, nos noventa dias seguintes, sua liquidação or-

35 ABRÃO, op. cit., 1999, p. 217. Em sentido contrário, Luiz Tzirulnik entende que “a liquidação extrajudicial das instituições financeiras não importa extinção da pessoa jurídica, até porque, se cessada a liquidação, poderá a empresa prosseguir nas suas atividades econômicas normais” (TZIRULNIK, Luiz. *Intervenção e Liquidação Extrajudicial das Instituições Financeiras*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2000. p. 60).

dinária, ou quando, iniciada esta, verificar o Banco Central do Brasil que a morosidade de sua administração pode acarretar prejuízos para os credores.

Logo, pode ser decretada a liquidação de instituição financeira que não esteja sob qualquer regime especial (liquidação requerida pelos administradores), assim como pode ser decretada a liquidação de instituição sob RAET ou intervenção, desde que verificada alguma das hipóteses acima referidas ou que a liquidação seja proposta pelo interventor (no caso de intervenção) ou pelo Conselho Diretor (no caso de RAET).

Sobre a decisão do BACEN de determinar a liquidação extrajudicial, Luiz Tzirulnik registrou que:

É importante lembrar que a lei confere poderes e obrigações ao Banco Central do Brasil para decidir sobre a gravidade dos fatos determinantes da liquidação extrajudicial. Neste sentido, ao avaliar as repercussões que a liquidação extrajudicial poderia vir a causar para os interesses do mercado financeiro e de capital, o Banco Central do Brasil poderá proceder à intervenção da instituição financeira, em vez de decretar a sua liquidação extrajudicial, desde que julgue a intervenção medida suficiente para a normalização dos negócios da instituição e preservação daqueles interesses.³⁶

Decretada a liquidação extrajudicial, o BACEN nomeará liquidante com amplos poderes de administração e liquidação, podendo nomear e demitir funcionários, outorgar e cassar mandatos, propor ações e representar a massa.

³⁶ TZIRULNIK, op. cit., p. 55.

Com a decretação da liquidação, são produzidos os seguintes efeitos:

- a) suspensão das ações e execuções iniciadas sobre direitos e interesses relativos ao acervo da entidade liquidanda, não podendo ser intentadas quaisquer outras, enquanto durar a liquidação;
- b) vencimento antecipado das obrigações da liquidanda;
- c) não atendimento das cláusulas penais dos contratos unilaterais vencidos em virtude da decretação da liquidação extrajudicial;
- d) não fluência de juros, mesmo que estipulados, contra a massa, enquanto não integralmente pago o passivo;
- e) interrupção da prescrição relativa a obrigações de responsabilidade da instituição; e
- f) perda do mandato dos administradores, conselheiros fiscais e membros de quaisquer outros órgãos criado pelo estatuto social.

Imediatamente após assumir suas funções, o liquidante arrecadará livros e documentos de interesse da administração da entidade, levantará balanço geral e o inventário de todos os livros, documentos, dinheiro e demais bens da entidade, nos termos do artigo 9º, combinado com o artigo 20, ambos dada Lei nº 6.024/1974.

No prazo de até cinco dias após a posse do liquidante, os ex-administradores da instituição deverão prestar declaração consignando (i) suas qualificações; (ii) os mandatos outorgados em nome da entidade; (iii) os bens imóveis, assim como os bens móveis que se encontrem fora do estabelecimento da instituição; e (iv) a participação que eventualmente cada administrador ou membro do Conselho Fiscal detenha em outras sociedades.

Em até 60 dias após sua nomeação, o Liquidante deve apresentar relatório, que, além da análise da situação econômico-financei-

ra da entidade e da indicação de atos e omissões danosos que tenha verificado, deverá conter propostas de providências convenientes à instituição. À vista desse relatório, o BACEN poderá, discricionariamente e sem qualquer vinculação com os termos do relatório, (i) prosseguir com a liquidação extrajudicial; ou (ii) autorizar o liquidante a requerer a falência da instituição, quando o ativo não for suficiente para cobrir pelo menos a metade dos créditos quirografários ou houver indícios fundados de crimes falimentares.³⁷

Eduardo Salomão Neto entende existir conflito entre a disposição do artigo 21, b, da Lei nº 6.024/1974 (possibilidade de o BACEN autorizar o liquidante a requerer a falência da instituição) e a regra constante do artigo 2º, II, da Lei nº 11.101/2005 (inaplicabilidade da Lei nº 11.101/2005 às instituições financeiras e entidades a ela equiparadas), de modo que, nos termos da atual lei falimentar, não caberia o pedido de falência pela instituição financeira, mesmo com a autorização do BACEN.³⁸

No entanto, tal conflito é apenas aparente. Entende-se que a interpretação correta do artigo 2º, II, da Lei nº 11.101/2005 é no sentido de vedar o pedido de falência de instituição financeira por credores e pela própria entidade, de modo a preservar o Sistema Financeiro Nacional. Tal interpretação não impede, contudo, a interpretação sistemática do referido dispositivo em conjunto como artigo 21, b, da Lei nº 6.024/1974, extraindo-se que, nos casos em que haja autorização expressa do BACEN para que o liquidante requeira a falência da instituição financeira, tal demanda deverá ser processada e julgada com base na Lei nº 11.101/2005.³⁹

37 Conforme previsto no artigo 21 da Lei nº 6.024/1974.

38 Nesse sentido, v. SALOMÃO NETO, op. cit., p. 708.

39 Nesse sentido, v. CAMPINHO, Sérgio. *Curso de direito comercial: Falência e Recuperação de Empresa*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 45-56; COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentário à lei de falências e de recuperação de empresas*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p.

Essa interpretação, inclusive, é a que vem sendo prestigiada pelo Judiciário, que nos últimos anos decretou a falência do Banco BVA S.A.,⁴⁰ do Banco Cruzeiro do Sul S.A.⁴¹ e do Banco BRJ S.A.,⁴² para citar alguns exemplos.

Na hipótese de o BACEN autorizar o prosseguimento da liquidação extrajudicial, o liquidante deverá iniciar os atos destinados à delimitação dos créditos detidos contra a instituição, com a publicação de aviso aos credores para declararem seus respectivos créditos, em prazo que fixar, observando os limites mínimo de 20 e máximo de 40 dias.⁴³

À luz das declarações de crédito apresentadas pelos credores e considerando as diligências para averiguação do crédito declarado nos documentos e registros contábeis da entidade, o liquidante decidirá sobre a legitimidade, o valor e a classificação do crédito em questão. Da decisão do liquidante a respeito do crédito caberá recurso ao Banco Central do Brasil.

Julgados os créditos, o liquidante organizará o quadro geral de credores e providenciará a publicação de aviso de que o referido quadro e o balanço geral da instituição financeira acham-se afixados na sede e demais dependências da entidade (artigo 25 da Lei nº 6.024/1974).

285-286; MAMEDE, Gladston. *Direito empresarial brasileiro: falência e recuperação de empresas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2012. v. 4, p. 15-16; e BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de recuperação de empresas e falências comentada*. 5. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008. p. 59.

40 Processo nº 1087670-65.2014.8.26.0100, em trâmite perante a 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo.

41 Processo nº 1071548-40.2015.8.26.0100, em trâmite perante a 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais da Comarca da Capital de São Paulo.

42 Processo nº 0050550-35.2016.8.19.0001, em trâmite perante a 4ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Rio de Janeiro.

43 Os credores por depósitos e por letras de câmbio de aceite da instituição financeira liquidanda são dispensados da formalidade de habilitação, nos termos do artigo 22 da Lei nº 6.024/1974.

Em até dez dias contados da publicação do referido aviso, poderão ser apresentadas impugnações ao quadro geral de credores, devendo-se proporcionar o contraditório e ampla defesa ao titular do crédito impugnado, que terá o prazo de cinco dias, após sua notificação nesse sentido, para oferecer alegações e provas que julgar convenientes à defesa de seus direitos.

O liquidante encaminhará todas as impugnações, juntamente com seu parecer, ao BACEN para que decida sobre o crédito impugnado. Após o julgamento de todas as impugnações pelo Banco Central, o liquidante publicará aviso sobre eventuais modificações no quadro geral de credores. A partir de tal publicação, o quadro geral de credores é considerado definitivo.

Cabe notar que o caráter definitivo do quadro geral de credores poderá ser relativizado na hipótese de se descobrir falsidade, dolo, simulação, fraude, erro essencial ou documentos ignorados à época do julgamento dos créditos. Nesses casos, o liquidante ou qualquer credor admitido poderá requerer ao BACEN a exclusão, outra classificação ou a simples retificação de qualquer crédito, desde que tal providência seja tomada até o encerramento da liquidação.

No prazo decadencial de até 30 dias da publicação que tornar o quadro geral de credores definitivo, credores que eventualmente se jugarem prejudicados pelo não provimento dos recursos por ele interpostos poderão prosseguir nas ações que tenham sido suspensas por força da decretação da liquidação, devendo dar ciência ao liquidante de tal medida, a fim de que sejam reservados fundos suficientes para a satisfação dos pedidos correspondentes.

O liquidante possui amplos poderes para, discricionariamente, efetivar a realização ordinária do ativo da instituição financeira e, desde que autorizado pelo BACEN, adotar qualquer forma especial ou qualificada de realização do ativo e liquidação do passivo, incluindo-se a (i) cessão do ativo a terceiros; ou (ii) organização ou reorganização da sociedade para continuação geral ou parcial do negócio

ou atividade da liquidanda, nos termos do artigo 31 da Lei nº 6.024/1974.

Referido dispositivo é regulamentado pelo Decreto nº 92.061/1985, que estabelece os contornos gerais da efetivação das formas especiais de liquidação do ativo, assim como regras concernentes à avaliação dos ativos na hipótese de a venda ocorrer fora do âmbito de leilão público.

A liquidação cessará com a decretação da falência da instituição ou por decisão do Banco Central do Brasil, nas seguintes hipóteses (artigo 19 da Lei nº 6.204/1974):

- a) pagamento integral dos credores quirografários;
- b) mudança de objeto social da instituição para atividade econômica não integrante do Sistema Financeiro Nacional;
- c) transferência do controle societário da instituição;
- d) convação em liquidação ordinária;
- e) exaustão do ativo da instituição, mediante a sua realização total e a distribuição do produto entre os credores, ainda que não ocorra o pagamento integral dos créditos; ou
- f) iliquidez ou difícil realização do ativo remanescente na instituição, reconhecidas pelo Banco Central do Brasil.

Por força do disposto no artigo 34 da Lei nº 6.204/1974 e no artigo 197 da Lei nº 11.101/2005, as disposições da Lei nº 11.101/2005 aplicam-se subsidiariamente, no que couber, aos regimes da Lei nº 6.024/1974, equiparando-se o liquidante ao administrador judicial e o Banco Central ao juiz da falência.

A respeito dos dispositivos da Lei nº 11.101/2005 aplicáveis ao regime de liquidação extrajudicial, Eduardo Salomão Neto teceu os seguintes comentários:

[...] Isso sem prejuízo, claro, da atuação do Poder Judiciário, competente sempre para rever qualquer aspecto da atuação do Banco Central do Brasil, bem como conhecer de ações destinadas a privar de eficácia os atos revogáveis descritos nos artigos 129 e 130 da Lei nº 11.101/05.

Em virtude de tal regra, é trazido para a província das liquidações extrajudiciais todo o regime legal falimentar da Lei nº 11.101/05 na parte em que não contrasta com a Lei nº 6.024/74. Fica evidente desde logo que a casuística de decretação da falência (artigo 94) e regras procedimentais (artigos 95 a 104) e institucionais específicas como as relativas ao comitê e assembleia geral de credores (artigos 26 a 33 e 35 a 46) não são aplicáveis às liquidações, porque estas obedecem a comando administrativo centralizado do Banco Central do Brasil. O mesmo se dirá das regras referentes a recuperação judicial (artigos 47 a 74) e extrajudicial (artigos 161 a 167), porque não são cabíveis para instituições financeiras. Além disso, as normas sobre crimes falimentares dos artigos 168 a 178 também ficam excluídas, pois a Constituição Federal impede qualquer analogia em matéria penal (artigo 5º, inciso XXXIX da Constituição Federal).

Por outro lado, aplicam-se ao regime das liquidações outras regras falimentares da Lei nº 11.101/05, incluindo-se as regras compatíveis com o regime especial de caráter geral (artigos 5º e 6º) e sobre pedido de restituição (artigos 85 a 93), arrecadação e custódia de bens (artigos 108 a 114), efeitos jurídicos nas obrigações da declaração de falência (artigos 115 a 128), ineficácia e revogação de atos (artigos 129 a 138), realização do ativo e pagamento aos credores (artigos 139 a

153), com exclusão do artigo 145, como vimos neste item) e classificação dos créditos (artigos 83 e 84).⁴⁴

Vale registrar a crítica formulada por Sérgio Botrel em relação ao tempo de duração da liquidação extrajudicial, o que muitas das vezes acaba fazendo com que o referido instituto jurídico não cumpra adequadamente a função a que se destina:

Contudo, a falibilidade do procedimento de liquidação extrajudicial é notável, porquanto a desejada eficiência e rapidez na eliminação do “foco perigoso de intranquilidade e distúrbio” nunca foram alcançadas, sendo certo que o que se tem evidenciado é que a instauração do procedimento administrativo, por diversas vezes, prejudica ainda mais os credores da entidade liquidanda, que, após aguardarem o trâmite do moroso procedimento de liquidação extrajudicial, podem ser obrigados a amargar ainda mais tempo, em razão da convalidação da liquidação extrajudicial em falência. O pior de tudo é que, ao final desses longos anos, dificilmente recebem a totalidade de seus créditos. Consequência disso é que a confiabilidade no sistema é afetada, gerando reflexos demasiadamente negativos, podendo ocasionar até mesmo a estagnação do mercado financeiro.⁴⁵

No que diz respeito ao regime de responsabilidade dos administradores e membros do Conselho Fiscal de instituição financeira

44 SALOMÃO NETO, op. cit., p. 713.

45 BOTREL, Sérgio. *Insolvência Bancária: responsabilidade do Banco Central do Brasil; liquidação extrajudicial, intervenção extrajudicial, Regime de Administração Especial Temporário (RAET)*. Belo Horizonte: Del Rey, 2005. p. 67.

em liquidação extrajudicial, a Lei nº 6.024/1974 contempla previsão de responsabilidade subjetiva, por atos praticados ou omissões que tenham resultado em dano, conforme previsto no artigo 39 da referida lei.

A Lei nº 6.024/1974 estabeleceu, ainda, hipótese de responsabilidade objetiva para os administradores da instituição financeira, na medida em que o seu artigo 40 estabelece regime de solidariedade entre os administradores e a instituição relativamente às obrigações assumidas pela entidade durante as respectivas gestões dos administradores.

Com a decretação da liquidação extrajudicial, os bens dos administrados e conselheiros da instituição financeira ficarão indisponíveis até apuração e liquidação final de suas responsabilidades. Nessa linha, o BACEN abrirá inquérito para apurar as causas que levaram a instituição àquela situação e a responsabilidade de seus administradores e do Conselho Fiscal, no âmbito do qual será proporcionado o contraditório e ampla defesa aos ex-administradores e conselheiros.

Concluindo o inquérito pela inexistência de prejuízo, será arquivado. Por outro lado, apurando a existência de prejuízo, será remetido ao juiz falimentar ou ao que tiver competência para decretar a falência da entidade, para fins de implementação de medidas constritivas sob bens dos ex-administradores e conselheiros que não tenham sido objeto de indisponibilidade.

Conforme estabelece o artigo 46 da Lei nº 6.024/1974, a responsabilidade dos ex-administradores será apurada em ação própria, que deverá ser conhecida e julgada pelo juiz da falência ou o que tiver competência para decretá-la.

Cabe registrar que tal responsabilidade é restrita ao valor das obrigações da instituição com seus correntistas e credores, limitada ao valor dos prejuízos causados durante as respectivas gestões, devidamente apurados nas demonstrações contábeis pertinentes.

Por força do artigo 15, § 1º, do Decreto-lei nº 2.321/1987 combinado com o artigo 1º da Lei nº 9.447/1997, as pessoas naturais e jurídicas que mantenham vínculo de controle⁴⁶ com a instituição em liquidação responderão solidariamente com os ex-administradores pelas obrigações assumidas pela entidade, independentemente de dolo ou culpa.

6. Conclusão.

Ao longo do presente trabalho buscou-se demonstrar como o Banco Central do Brasil se insere no contexto do Sistema Financeiro Nacional, assim como se dá sua atuação em relação às instituições financeiras em crise.

Por todo o exposto, pode-se concluir que:

- a) A Lei nº 4.595/1964 contempla a base da disciplina jurídica das atividades inerentes às instituições financeiras no Brasil, tendo instituído o Sistema Financeiro Nacional – SFN e criado o Banco Central do Brasil;
- b) No âmbito do Sistema Financeiro Nacional, o Conselho Monetário Nacional exerce função eminentemente estratégica e regulatória, notadamente em relação aos mercados financeiro, de capitais e de câmbio, enquanto o Banco Central do Brasil possui competência executiva, regulamentar e fiscalizatória, além de operar como banco propriamente dito;
- c) Na seara da regulação, o BACEN estabelece normas operacionais e institucionais que visam assegurar a solidez das

⁴⁶ Para fins de verificação do vínculo de controle, deverão ser aplicados os critérios previstos no § 1º do artigo 15 do Decreto-lei nº 2.321/1987, para o caso das pessoas jurídicas e do artigo 116 da Lei nº 6.404/1976, para o caso das pessoas físicas.

instituições financeiras, preservar danos ao consumidor e fixar parâmetros de capitalização e patrimônio das instituições financeiras, de modo a implementar as recomendações do Acordo de Basileia;

- d) Há relevante preocupação no sentido de prevenir e, quando tal objetivo não puder ser alcançado, de remediar situação de crise no âmbito de tais instituições, considerando-se como foco dessa vertente de atuação do BACEN a proteção da economia popular, por meio da preservação do sistema de pagamentos e da manutenção da solvência e estabilidade das instituições financeiras;
- e) A crise bancária pode se manifestar sob as formas de iliquidez (configurada quando a instituição financeira que não possui recursos disponíveis para adimplir suas obrigações imediatamente exigíveis) e de insolvência (quando não há recursos próprios suficientes para efetuar o pagamento de todas as obrigações da instituição);
- f) A insolvência representa crise de maior gravidade, pois coloca em risco a estabilidade e a eficiência do sistema financeiro, tendo em vista o risco de crise sistêmica;
- g) No campo preventivo, o BACEN atua mediante o exercício da prerrogativa de conceder autorização para funcionamento das instituições financeiras (funcionamento como “filtro” seletivo das instituições que atuarão no mercado), bem como pelo estabelecimento de regras prudenciais e a perseguição de sua efetivação por meio da fiscalização. Além disso, no Brasil o Fundo Garantidor de Créditos – FGC atua como garantidor de depósitos, segundo diretrizes estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional;
- h) Já no campo corretivo, o BACEN pode atuar mediante (i) a realização de operações transitórias de liquidez, operacio-

nalizadas por meio de redesconto; (ii) coagindo a instituição em crise a implementar “solução de mercado” (capitalização, transferência do controle acionário ou reorganização societária); ou (iii) decretando regime especial para a instituição em crise, que poderá ser o RAET, a intervenção ou a liquidação extrajudicial;

- i) Dentre os regimes especiais, o RAET é considerado o mais leve, eis que não afeta o curso regular dos negócios da instituição sob o regime; a intervenção pode ser considerada de grau médio; e a liquidação extrajudicial é a mais gravosa;
- j) A instituição financeira em liquidação judicial pode ter sua falência decretada, desde que requerida pelo liquidante, com autorização expressa do Banco Central do Brasil para tanto; e
- k) Por meio de sua atuação em relação às instituições financeiras em crise, o Banco Central do Brasil, enquanto órgão do Estado, presta relevante serviço à sociedade, ao mercado e às próprias instituições financeiras, ao zelar pela higidez do sistema financeiro e promover a proteção dos usuários dos serviços bancários. Trata-se de verdadeira integração de interesses entre empresa, estado e sociedade, com vistas ao desenvolvimento econômico do País.

OBSTÁCULOS AO REGISTRO DE EMPRESA: A ILEGALIDADE DE EXIGÊNCIAS FORMULADAS POR AUTORIDADES FISCAIS¹

BARRIERS TO THE CORPORATE REGISTRY: ILLEGALITY OF REQUIREMENTS FROM TAX AUTHORITIES

*Nicholas Furlan Di Biase
Isadora Wermelinger dos Santos Cariello*

Resumo: Diversas obrigações impostas por diferentes autoridades governamentais aos empresários e sociedades empresárias extrapolam os limites legais, gerando impactos em esferas de Direito que deveriam estar fora do alcance de tais autoridades. Nesse grupo se inserem exigências que obstem ou condicionem o registro de atos e documentos perante as Juntas Comerciais. O presente artigo tem por objetivo apontar as diferenças entre as funções do registro público de empresas e das inscrições perante autoridades fiscais, demonstrando a ilegalidade cometida ao se condicionar o arquivamento de atos nas Juntas Comerciais à apresentação de documentos não previstos em Lei ou à regularidade fiscal do empresário, da sociedade ou, ainda, de seus sócios ou administradores. São, ainda, apresentadas soluções que não prejudicam a integração de procedimentos buscada desde a criação da REDESIM, ao mesmo tempo que evitam que o empresário ou a sociedade fiquem sujeitos aos caprichos de autoridades para proceder ao arquivamento de seus atos.

Palavras-chave: Lei de Registro de Empresa. Juntas Comerciais. Cadastros Fiscais. Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ. Inscrição Estadual.

1 Artigo recebido em 30.03.2020 e aceito em 31.05.2020. Após a aprovação, os autores enviaram versão com as referências legislativas atualizadas em razão da edição e entrada em vigor da Instrução Normativa DREI nº 81/2020.

Abstract: Many obligations imposed to entrepreneurs and companies by different state authorities may sometimes exceed the limits established by law and, hence, affect certain rights that were supposed to be out of reach of such authorities. This group of obligations includes some requirements that prevent the registration of corporate documents before the Commercial Registry Offices. This paper aims to evidence the differences between the role of the corporate public registry (carried out by the Commercial Registry Offices) and the taxpayer's registries, demonstrating that it is illegal to condition the registration of corporate documents before the Commercial Registry Offices to the presentation of other documents not required by law or to the tax regularity of the entrepreneurs or the company (or its partners or administrators). The paper still intends to suggest solutions that do not go against the integration of administrative procedures sought since the creation of "REDESIM", but that prevent entrepreneurs and companies from being subject to the discretion of the authorities when registering its corporate documents.

Keywords: Corporate Registry Law. Commercial Registry Offices. Taxpayer's Registries. Brazilian National Taxpayer's Registry (CNPJ). State Taxpayer's Registry.

Sumário: Introdução. 1. Regime jurídico e funções do registro público do empresário. 2. Regime jurídico e funções das inscrições perante autoridades fiscais. 2.1. O Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (inscrição federal). 2.2. Inscrições estaduais e municipais. 2.3. As funções do registro do empresário e das inscrições fiscais são diversas. 2.4. Criação da REDESIM. 3. Ilegalidade de exigências formuladas por autoridades governamentais que obstem o registro do empresário. 3.1. Documentos exigidos em Lei para arquivamento de atos do empresário. 3.2. O cometimento de ilegalidades pelo DREI, pelas Juntas Comerciais e por autoridades fiscais. 3.3. Jurisprudência: prática ilegal das

autoridades. 3.4. Soluções: modelos que permitem a integração e não violam a Lei do Registro de Empresa. Conclusões.

Introdução.

Historicamente, o registro e legalização de empresários e sociedades empresárias no Brasil é marcado pela descentralização e burocracia, em níveis acima do razoável. É notória e internacionalmente reconhecida a existência de um complexo emaranhado de normas que devem ser observadas pelo empresário² que deseje atuar regularmente no Brasil.

A estrutura federalista vertical no Brasil é formada por União, Estados, Distrito Federal e Municípios, sendo que todos possuem, em certo grau, competência para regular uma ou mais matérias que impactam as atividades do empresário brasileiro, criando para este obrigações que devem ser rigorosamente cumpridas, sob pena da aplicação de pesadas sanções. O principal exemplo disso é verificado no âmbito do Direito Tributário.

Muitas vezes, as obrigações criadas por diferentes autoridades governamentais, ainda que exageradas, repetitivas e burocráticas, têm fundamento na Lei e na Constituição, dando origem ao que convencionou-se apelidar de “custo Brasil”. Outras vezes, tais exigências extrapolam os limites da legislação, gerando impactos em esferas de Direito do empresário que deveriam estar fora do alcance de tais autoridades (o que acaba sendo muito comum na prática).

Diante desse cenário, o presente trabalho tem por finalidade analisar a legalidade de exigências formuladas por autoridades fiscais

2 Ao longo do presente trabalho, o termo “empresário” será utilizado de forma técnica para se referir tanto ao empresário individual, quanto às sociedades empresárias, indistintamente.

que obstem ou condicionem o registro de atos do empresário³ nas Juntas Comerciais.

Trata-se de problema enfrentado por muitos empresários em determinados Estados da federação, cujas autoridades fiscais (geralmente Secretarias de Estado de Fazenda) insistem em formular exigências baseadas em atos infralegais ou em Leis Estaduais ou Municipais que, caso não sejam cumpridas, impedem que o ato societário seja arquivado na Junta Comercial.

Para tanto, nos dois Capítulos seguintes, serão apresentados os diferentes regimes jurídicos e as funções do registro público do empresário e das inscrições perante autoridades fiscais. Será demonstrado que tais institutos jurídicos possuem regimes e funções diversas, não podendo ser confundidos. Da mesma forma serão analisados os objetivos buscados a partir da criação da Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios – REDESIM, que atualmente permite a integração de procedimentos de registro e legalização do empresário.

No terceiro Capítulo, serão analisados os requisitos previstos na Lei nº 8.934/1994 (Lei do Registro de Empresas) e na Lei nº 11.598/2007 (Lei da REDESIM) para o arquivamento de ato do empresário. A partir dessa análise, será demonstrada a ilegalidade que é cometida por diversas autoridades (incluindo o Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DREI, Juntas Comerciais e Secretarias de Fazenda) ao formularem exigências não previstas em Lei como condicionantes do arquivamento de atos. Tal demonstração será fundamentada principalmente na jurisprudência existente sobre

3 O conjunto de documentos e informações sujeitas a arquivamento na Junta Comercial será referido, ao longo deste artigo, como “ato”, “ato societário” ou “ato do empresário”, tendo em vista o disposto no art. 2º da Lei nº 8.934/1994 (“os atos das firmas mercantis individuais e das sociedades mercantis serão arquivados no Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins, independentemente de seu objeto, salvo as exceções previstas em lei”) e a prática do Direito Empresarial, que consagrou o uso de tais termo e expressões.

o tema, inclusive em razão da escassez de textos doutrinários sobre o objeto deste trabalho.

Serão apresentadas, ainda, soluções que permitam a integração pretendida por meio da criação da REDESIM sem que os direitos do empresário sejam violados.

1. Regime jurídico e funções do registro público do empresário.

O registro público do empresário no Brasil (legalmente denominado “registro público de empresas mercantis”) é disciplinado nos artigos 1.150 a 1.154 do Código Civil e, principalmente, na Lei nº 8.934/1994 (apelidada de “Lei do Registro de Empresas”). Esta última é regulamentada pelo Decreto nº 1.800/1996.

A Lei de Registro de Empresas organiza o Sistema Nacional de Registro de Empresas Mercantis – SINREM, composto pelo Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração – DREI (órgão central do SINREM, de âmbito federal e subordinado ao Ministério da Economia); e pelas Juntas Comerciais de cada Estado da Federação (órgãos locais, com funções executora e administradora dos serviços de registro).

As Juntas Comerciais são administrativamente subordinadas aos órgãos do Governo do Estado ao qual pertencam, mas são tecnicamente subordinadas ao DREI.⁴ Por essa razão, as ações judiciais nas quais as Juntas Comerciais sejam partes e que envolvam questões re-

4 Nos termos do art. 6º da Lei de Registro de Empresa: “as juntas comerciais subordinam-se, administrativamente, ao governo do respectivo ente federativo e, tecnicamente, ao Departamento Nacional de Registro Empresarial e Integração, nos termos desta Lei”. Nas palavras de Fábio Ulhoa Coelho: “A vinculação hierárquica a que se submetem as Juntas Comerciais é de natureza híbrida. Em matéria de direito comercial e atinente ao registro de comércio, ela se encontra sujeita ao DREI, órgão federal; nas demais matérias (assim, o direito administrativo e financeiro), o vínculo de subordinação se estabelece com o governo da unidade federativa que integra” (COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 20. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. v. 1, p. 108).

lacionadas às suas atividades técnicas devem ser processadas e julgadas na Justiça Federal; ao passo que ações nas quais as Juntas Comerciais sejam partes, mas que digam respeito a questões administrativas ou em que a discussão não envolva a lisura da atividade federal praticada pela Junta em questão, serão de competência da Justiça Comum.⁵

O registro público de empresas mercantis compreende (i) a matrícula dos leiloeiros, tradutores públicos, intérpretes comerciais, trapicheiros e administradores de armazéns-gerais, bem como seu cancelamento; (ii) a autenticação dos instrumentos de escrituração do empresário e agentes auxiliares do comércio; e (iii) o arquivamento de diversos documentos, inclusive dos atos constitutivos, alterações e extinções de empresários individuais e sociedades empresárias. Para os fins deste trabalho, interessa a atividade de arquivamento.

Os atos, documentos ou instrumentos apresentados para arquivamento perante as Juntas Comerciais deverão ser objeto de exame do cumprimento das formalidades previstas na Lei ou nos atos constitutivos do empresário (artigo 40 da Lei nº 8.934/1994 e artigo 1.153 do Código Civil). Ou seja, quando da análise dos atos submetidos a arquivamento, cabe à Junta Comercial examinar se tal ato está regular sob o ponto de vista formal. Por outro lado, nas precisas palavras de Rubens Requião “não podem os vogais se arrogar à posição de magistrados para decidir problemas de interesse privado das partes que comparecem nos instrumentos levados a registro”, uma vez que “a validade do documento, que cumpre às Juntas Comerciais examinar [...] nada tem que ver com a validade ou invalidade das decisões tomadas pelas partes, no exercício de seus direitos privados”.⁶

5 Nesse sentido, cf. BRASIL. Supremo Tribunal Federal – STF. 1ª Turma. RE nº 199793/RS. Relator: Min. Octavio Gallotti. Data de Julgamento: 4 abr. 2000; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 2ª Seção. CC nº 51.812/ES. Relator: Min. Carlos Alberto Menezes Direito. Data de Julgamento: 09 nov. 2005.

6 REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*. 33. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. 1, p. 168-169.

Conforme disposto no artigo 1º da Lei nº 8.934/1994, o registro público de empresas mercantis possui como finalidades: dar garantia, publicidade, autenticidade, segurança e eficácia aos atos jurídicos dos empresários; cadastrar os empresários nacionais e estrangeiros em funcionamento no Brasil e manter atualizadas as informações pertinentes; e proceder à matrícula dos agentes auxiliares do comércio, bem como ao seu cancelamento.⁷

Nesse contexto, a atividade de arquivamento exercida pelo registro público de empresas mercantis possui funções que são essenciais ao empresário,⁸ podendo-se destacar as seguintes: (i) tornar regular o exercício da atividade empresarial; (ii) conferir personalidade jurídica às sociedades empresárias; (iii) conferir proteção ao nome empresarial; (iv) dar publicidade aos atos arquivados; e (v) permitir a oponibilidade dos atos arquivados perante terceiros.⁹

Em primeiro lugar, é importante salientar que o registro na Junta Comercial não é pressuposto para que uma pessoa seja considerada empresário. Para ser considerado empresário, a pessoa – física ou jurídica – deve exercer profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou serviços, conforme conceito delimitado no art. 966 do Código Civil.¹⁰ A condição

7 ROVAI, Armando Luiz. Registro público de empresas. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015. v. 1, p. 239.

8 Para outras considerações acerca da finalidade e dos efeitos do registro empresarial, cf. CEREZOLI, José A. Registro Empresarial e Princípio da Proteção à Confiança. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 17, p. 23-41, ago. 2016, p. 4-5 (versão digital).

9 Carlos Augusto da Silveira Lobo refere-se, ainda, a uma atividade-meio do registro público, que consiste na conservação de documentos, da seguinte forma: “uma das funções do Registro Público é conservar documentos, que significa manter o documento livre de perda ou deterioração e guardado de tal forma que possa ser encontrado e identificado entre todos os documentos registrados. A conservação dos documentos pelo registro é atividade-meio, que se realiza para que seja possível torna-los acessíveis ao público” (LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Título V: Constituição. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coords.). *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 534).

10 TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código*

de empresário, assim, não advém do registro, mas do exercício da empresa.¹¹

O registro do empresário, como regra geral, possui efeito meramente declaratório (e não um efeito constitutivo) da qualidade de empresário, apenas reconhecendo uma situação jurídica preexistente.¹² Por outro lado, enquanto não registrado na Junta Comercial competente, o empresário individual e a sociedade empresária serão empresários irregulares,¹³ sujeitos às consequências do exercício irregular da empresa.¹⁴ A sociedade empresária será considerada sociedade em comum (artigos 986 a 990),¹⁵ tipo societário em que os sócios são solidaria e ilimitadamente responsáveis pelas obrigações sociais.

Assim, uma primeira função do registro do empresário consiste justamente em conferir regularidade ao exercício da empresa.

O registro perante as Juntas Comerciais também confere personalidade jurídica às sociedades empresárias (art. 985 do Código Ci-

Civil interpretado conforme a Constituição da República. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. v. III, p. 967.

11 CAMPINHO, Sérgio. *O direito de empresa à luz do Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 30.

12 *Ibidem*, p. 30-33.

13 CAMPINHO, loc. cit.

14 Como exemplo, entende-se que o empresário irregular não pode se valer do instituto da recuperação judicial, uma vez que o artigo 48 da Lei nº 11.101/2005 estabelece expressamente que poderá requerer recuperação judicial o devedor que, no momento do pedido, exerça “regularmente” suas atividades há mais de 2 anos. Embora o registro do empresário não seja o único requisito de regularidade para fins de aplicação da Lei nº 11.101/2005, certamente consiste em um deles (cf. CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa: o novo regime da insolvência empresarial*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 132-133).

15 Nos termos do artigo 986 do Código Civil, “enquanto não inscritos os atos constitutivos, rege-se a sociedade, exceto por ações em organização, pelo disposto neste Capítulo [Da Sociedade em Comum], observadas, subsidiariamente no que com ele forem compatíveis, as normas da sociedade simples”. Por essas razões, diversos autores referem-se (ou referiam-se) à Sociedade em Comum também como “Sociedade Irregular”. Nesse sentido, cf. TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2017. v. 1, p. 380.

vil). Nos termos do art. 45 do Código Civil, “começa a existência legal das pessoas jurídicas de direito privado com a inscrição do ato constitutivo no respectivo registro [...] averbando-se no registro todas as alterações por que passar o ato constitutivo”.

Antes de devidamente registrada perante a Junta Comercial, a sociedade empresária não possuirá personalidade jurídica, regendo-se, conforme acima mencionado, pelas normas que disciplinam as sociedades em comum (consideradas sociedades não personificadas nos termos da Lei).

Na mesma linha, é o registro do empresário que confere proteção ao nome empresarial, nos termos do art. 33 da Lei nº 8.934/1994, segundo o qual “a proteção ao nome empresarial decorre automaticamente do arquivamento dos atos constitutivos de firma individual e de sociedades, ou de suas alterações”. Antes de arquivado o ato constitutivo do empresário ou de eventual alteração que implique mudança do nome empresarial, este não estará protegido do uso por terceiros.

Adicionalmente, o arquivamento perante a Junta Comercial dá publicidade ao ato registrado. Qualquer pessoa poderá consultar os assentamentos existentes nas Juntas Comerciais e obter certidões, mediante o pagamento dos emolumentos cobrados para tanto.¹⁶ Tal consulta pode ser realizada sem necessidade de alegação ou prova de interesse.¹⁷

Logo, tanto os atos constitutivos da firma individual ou das sociedades empresárias, quanto suas posteriores alterações, devem ser levadas a registro para que a eles seja conferida a devida publicidade. O registro e suas posteriores averbações são essenciais para estabelecer, de forma linear, o histórico do empresário, desde o início

16 Para Carlos Augusto da Silveira Lobo, da publicidade decorreria a função de “disponibilidade” do registro público, que é justamente a possibilidade de qualquer interessado obter certidão do documento registrado (LOBO, op. cit., p. 535).

17 REQUILÃO, op. cit., p. 170-171.

do exercício regular de sus atividades, passando por todas as alterações realizadas, até o momento presente.

Em regra, os arquivamentos dão publicidade a situações de fato que já ocorreram. Por exemplo, o estado civil é informação que consta do registro do empresário individual, de forma que sua modificação deve ser objeto de posterior averbação desse fato perante a Junta Comercial. Em outro exemplo, caso uma sociedade empresária modifique o endereço de sua sede em razão do vencimento sem renovação do contrato de locação da sede anterior, seu contrato social deverá ser alterado e essa alteração levada a registro. Em ambos os exemplos, criar entraves ao arquivamento não mudará o fato registrável em si, ao qual apenas se pretende dar publicidade.

Dito de outro modo: criar óbices injustificáveis ao arquivamento de documentos do empresário impede que sejam tornados públicos atos e fatos que, na prática, já podem ter acontecido, atentando contra direitos: do próprio empresário, que busca apenas regularizar sua situação para que as informações constantes de seu registro correspondam à realidade; e de terceiros, que têm interesse em ter conhecimento de alterações de informações registráveis do empresário. As informações do registro do empresário perante a Junta Comercial devem corresponder, portanto, à realidade, cabendo ao empresário apresentar a arquivamento os documentos necessários para tanto; e às Juntas Comerciais – atendidas as formalidades legais – proceder a tal arquivamento.

Finalmente, o ato sujeito a registro, como regra geral, não pode, antes do cumprimento das respectivas formalidades, ser oposto a terceiro, salvo prova de que este o conhecia (artigo 1.154 do Código Civil).¹⁸ Tal função relaciona-se com o acima visto sobre a publicidade dos atos arquivados: se o ato é público e pode ser acessado por qualquer interessado, não se admite que o terceiro alegue desconhecê-lo; mas se, por outro lado, não houve o arquivamento do ato

18 REQUIÃO, loc. cit.

do empresário, presume-se que terceiros não tenham conhecimento de seu conteúdo (presunção relativa, que admite prova em contrário).

Essa última função do registro dos atos do empresário possui implicações práticas relevantes, como no caso do administrador de sociedade que pratica ato com excesso de poderes perante algum terceiro. Se a limitação de poderes constar dos registros da sociedade na Junta Comercial, o excesso poderá ser oposto ao terceiro (como regra). Por outro lado, caso não conste dos registros e não se trate de ato evidentemente estranho aos negócios da sociedade, será necessário provar que a limitação de poderes era de conhecimento do terceiro (prova esta que, em muitas situações, pode se mostrar praticamente impossível).¹⁹

2. Regime jurídico e funções das inscrições perante autoridades fiscais.

Diferentemente do registro do empresário, as inscrições fiscais nada mais são do que obrigações que empresários devem cumprir para possibilitar que as diferentes autoridades fazendárias (em âmbito federal, estadual ou municipal) possam manter um cadastro dos contribuintes dos tributos de sua competência e sua respectiva regularidade fiscal.

Nos termos do Código Tributário Nacional – CTN, as obrigações tributárias acessórias são definidas como aquelas decorrentes da legislação tributária que tem por objeto prestações, positivas ou negativas, no interesse da arrecadação ou da fiscalização dos tributos

19 Tal exemplo é extraído do artigo 1.015, parágrafo único, do Código Civil, que dispõe que “o excesso por parte dos administradores somente pode ser oposto a terceiros se ocorrer pelo menos uma das seguintes hipóteses: I – se a limitação de poderes estiver inscrita ou averbada no registro próprio da sociedade; II – provando-se que era conhecida do terceiro; III – tratando-se de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade”.

(art. 113, § 2º). Detalhando esse conceito, Anis Kfourir Junior esclarece o seguinte sobre obrigações tributárias acessórias:

Não está o cidadão obrigado apenas ao pagamento de tributos (obrigação de dar), possuindo ainda outras obrigações de natureza tributária, tais como entregar declarações, escriturar livros, manter documentos arquivados, emitir notas fiscais, dentre outras inúmeras (obrigações de fazer ou não fazer).

Essas obrigações que não representam o pagamento de valores ao Estado, denominam-se “obrigações acessórias”. Trata-se de uma obrigação de fazer ou não fazer.

[...]

Tais obrigações possuem a finalidade de permitir ao Fisco o controle de arrecadação, bem como o combate à sonegação, muito embora o número e penalidades em relação às obrigações acessórias atualmente já tenham violado o limite do justo e razoável.²⁰

As inscrições dos empresários em cadastros mantidos por autoridades fazendárias e a contínua atualização de tais informações consistem, portanto, em obrigações tributárias acessórias, as quais são impostas ao empresário por cada autoridade para facilitar a atividade de cobrança e fiscalização do cumprimento de obrigações tributárias principais (i.e., o efetivo pagamento do tributo).²¹

20 KFOURI JR, Anis. *Curso de Direito Tributário*. 4. ed. São Paulo: Saraiva Educação, 2018. p. 159.

21 TAVARES, Henrique da Cunha; PEDRA, Adriano Sant’Ana. As obrigações tributárias acessórias e a proporcionalidade na sua instituição: uma análise a partir da teoria dos deveres fundamentais. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, São Paulo, p. 203-223, mar./abr. 2013, v. 109, p. 2 (versão eletrônica).

Exemplificando: todo empresário que explore atividade voltada ao comércio de produtos deverá inscrever-se como contribuinte do “imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação” (o “ICMS”). Além da obrigação tributária de realizar o pagamento do ICMS (a obrigação principal), os contribuintes desse tributo devem cumprir uma série de obrigações ditas acessórias, incluindo, dentre muitas outras, a emissão de notas fiscais referentes aos produtos comercializados e a inscrição e atualização de suas informações em cadastro estadual de contribuintes.

A depender do tributo ou da autoridade fazendária a que se referem, os mencionados cadastros podem ser instituídos em âmbito federal (no que diz respeito aos contribuintes de tributos de competência da União), estaduais e distrital (usualmente para cobrança do ICMS) ou municipais (normalmente vinculados à fiscalização do “imposto sobre serviços de qualquer natureza” – ISS).

2.1. O Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (inscrição federal).

Em âmbito federal, o principal cadastro de contribuinte existente é o chamado “Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica” ou “CNPJ”. O CNPJ encontra-se atualmente disciplinado pela Instrução Normativa RFB nº 1.863/2018,²² conforme alterada. Embora a mencionada Instrução não detalhe expressamente para qual finalidade são utilizadas informações constantes do CNPJ, seu art. 2º menciona genericamente

22 No que diz respeito ao fundamento legal do CNPJ, a Receita Federal do Brasil faz referência à Lei nº 5.614/1970 (“dispõe sobre o Cadastro Geral de Contribuintes”); ao art. 37, II, da Lei nº 9.250/1995 (“fica a Secretaria da Receita Federal autorizada a: [...] II - celebrar, em nome da União, convênio com os Estados, Distrito Federal e Municípios, objetivando instituir cadastro único de contribuintes, em substituição aos cadastros federal, estaduais e municipais”); e ao art. 16 da Lei nº 9.779/1999 (“competem à Secretaria da Receita Federal dispor sobre as obrigações acessórias relativas aos impostos e contribuições por ela administrados, estabelecendo, inclusive, forma, prazo e condições para o seu cumprimento e o respectivo responsável”).

mente que as informações contidas no Cadastro serão aquelas de “interesse das administrações tributárias da União, dos estados, do Distrito Federal e dos municípios”, demonstrando que tais informações são destinadas ao uso das autoridades tributárias.

A obrigatoriedade de inscrição no CNPJ é extremamente ampla, abrangendo todas as pessoas jurídicas domiciliadas no Brasil, outras entidades equiparadas às pessoas jurídicas pela legislação do imposto de renda (art. 3º do Instrução Normativa RFB nº 1.863/2018) e, ainda, um extenso rol de entidades despersonalizadas, mas que ainda assim devem se inscrever no CNPJ (art. 4º da mesma Instrução).

Os dados cadastrais no CNPJ e suas alterações são informados pelo empresário à Receita Federal do Brasil por meio do “Coletor Nacional”. Uma vez inseridas as informações no “Coletor Nacional” e não sendo identificada pendência, é gerado o chamado “Documento Básico de Entrada – DBE”, que deverá ser apresentado pra inscrição no CNPJ ou alteração de informações em cadastro já existente (art. 15 da mesma Instrução).²³

Feitos esses esclarecimentos, é importante desfazer uma confusão muito comum no cotidiano: aquela que muitas pessoas (até mesmo operadores do Direito) fazem entre a pessoa jurídica e seu “CNPJ”.

Com efeito, a pessoa jurídica pode ser conceituada como um conjunto de pessoas ou de bens, dotado de personalidade jurídica própria e constituído na forma da Lei, para consecução de fins comuns.²⁴ É sujeito de direito, com capacidade para adquirir direitos e assumir obrigações.²⁵ A sociedade empresária – um dos tipos de pes-

23 O entendimento do conceito de DBE tem relevância para a análise realizada no Capítulo 3 deste trabalho.

24 GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1, p. 182.

25 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. 25. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. v. I, p. 258-260.

soa jurídica (artigo 44, II, do Código Civil) – passa a existir e a ter personalidade jurídica a partir do arquivamento de seus atos constitutivos na Junta Comercial competente (artigos 45 e 985 do Código Civil).

Por sua vez, o CNPJ é tão somente um cadastro fiscal perante os quais todas as pessoas jurídicas (e demais entidades mencionadas na Instrução Normativa RFB nº 1.863/2018) estão obrigadas a se inscrever. Com a inscrição, a pessoa jurídica obtém um “número de inscrição” (também muitas vezes chamado, de forma atécnica, de “CNPJ”), que será por ela utilizado para diversas finalidades.

Fato é que as obrigações tributárias atualmente existentes fazem com que, sob uma ótica pragmática, qualquer pessoa jurídica efetivamente precise proceder à inscrição no CNPJ, sob pena de estar descumprindo normas de Direito Tributário, o que pode levar à aplicação de penalidades nessa esfera. Além disso, a ausência de inscrição no CNPJ resulta em diversas complicações de ordem prática, tais como a impossibilidade de abrir e movimentar contas bancárias, de emitir notas fiscais, de efetuar o recolhimento de impostos devidos e cumprir com outras obrigações tributárias acessórias.²⁶

Entretanto – sem prejuízo da atual importância da inscrição no CNPJ para o efetivo exercício das atividades da pessoa jurídica –, tal inscrição não pode ser confundida com a própria constituição da pessoa jurídica.²⁷

26 Inclusive, há alguns anos, era possível (e muito comum) a constituição de pessoas jurídicas sem a automática inscrição no CNPJ. Uma vez registrados os atos constitutivos, era necessário apresentar tais documentos à Receita Federal do Brasil para a inscrição no CNPJ. O mesmo vale para as alterações, sendo bastante comum que as informações da pessoa jurídica perante o CNPJ ficassem desatualizadas em relação aos atos societários arquivados na Junta Comercial, justamente porque o empresário deixava de levar os atos arquivados ao conhecimento da Receita Federal do Brasil. Conforme será detalhado abaixo, com a integração de cadastros promovida pela REDESIM, essa situação se modificou, de forma que, atualmente, as sociedades são automaticamente inscritas no CNPJ no ato de arquivamento de seus atos constitutivos na Junta Comercial.

27 Em artigo sobre o tema, Osiris Leite Corrêa ressalta que a atual importância do CNPJ (antigo

Outro equívoco comum consiste em se afirmar que, em razão de constar do “Comprovante de Inscrição e de Situação Cadastral” de determinada sociedade empresária a situação cadastral suspensa, inapta, baixada ou nula, tal sociedade seria inexistente ou teria sido extinta. Como regra, a sociedade empresária apenas se extingue após sua dissolução e término da liquidação.²⁸ Já as situações cadastrais suspensa, inapta, baixada ou nula correspondem, como a própria nomenclatura indica, ao *status* da sociedade empresária perante o CNPJ, podendo decorrer de inúmeras hipóteses previstas na legislação fiscal que, muitas vezes, não guardam qualquer relação com a inexistência ou extinção da sociedade.²⁹

2.2. Inscrições estaduais e municipais.

Como se sabe, a estrutura federalista do Brasil é dividida, sob o ponto de vista vertical, nos seguintes entes federativos dotados de autonomia: União, Estados, Distrito Federal e Municípios. A Constituição da República Federativa do Brasil, estabelece, ainda, que cada um dos entes da Federação poderá instituir, cobrar e fiscalizar o pagamento de tributos de sua competência (art. 145).

Por essas razões, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios estabelecem seus próprios cadastros de contribuintes, de forma a controlar a atividade tributária que a eles incumbe. Tais cadastros recebem variadas denominações, em decorrência da multiplicidade

Cadastro Geral de Contribuintes – CGC) é tamanha que sua obtenção seria condição da efetiva existência da pessoa jurídica (CORRÊA, Osiris Leite. Aspectos Constitucionais das restrições aplicáveis ao registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas – CNPJ. *Doutrinas Essenciais de Direito Tributário*, São Paulo, v. 11, p. 1365-1372, jul. 2014). Pelas razões expostas nesse artigo, os autores não compartilham da opinião de Osiris Leite Corrêa.

28 Código Civil: “Art. 1.109. Aprovadas as contas, encerra-se a liquidação, e a sociedade se extingue, ao ser averbada no registro próprio a ata da assembleia”.

29 As situações que podem levar à suspensão, inaptidão, baixa ou nulidade da inscrição no CNPJ encontram-se atualmente detalhadas nos artigos 38 a 51 da IN RFB nº 1.863/2018.

de Estados e Municípios no Brasil. Para facilitar a presente análise e tendo em vista a disseminação do uso de tais expressões, as inscrições em cadastros mantidos por Estados serão designadas “inscrições estaduais” e aquelas em cadastros mantidos por Municípios, “inscrições municipais”.

O Estado de São Paulo, por exemplo, dispõe sobre o “Cadastro de Contribuintes” no Decreto nº 45.490/2000 (conhecido por “Regulamento do ICMS”),³⁰ enumerando as pessoas jurídicas que devem obter inscrição estadual antes do início de suas atividades, caso “pretendam praticar com habitualidade operações relativas à circulação de mercadoria ou prestações de serviço de transporte interestadual ou intermunicipal ou de comunicação” (artigo 19). A falta de inscrição no “Cadastro de Contribuintes” do Estado de São Paulo resulta na aplicação de sanções por descumprimento de obrigação tributária acessória.³¹

Já no Estado do Rio de Janeiro, a Resolução SEFAZ nº 720/2014 estabelece o “Cadastro de Contribuintes do ICMS”, que “tem

30 Por ser o principal imposto de competência dos Estados, as inscrições estaduais normalmente são obrigatórias para contribuintes do chamado “imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual e intermunicipal e de comunicação” ou “ICMS”. Por sua vez, as inscrições municipais relacionam-se aos contribuintes do “imposto sobre serviços de qualquer natureza” ou “ISS”. Tratam-se ambos (ICMS e ISS) de impostos que incidem sobre o exercício de atividades econômicas, sendo necessário ter um controle maior sobre quem está exercendo a atividade sujeita à tributação. O controle do pagamento de outros impostos de competência de Estados e municípios que não guardam relação com o exercício de atividades econômicas (ITCMD, IPVA, IPTU e ITBI, por exemplo) é realizado por meio de outros métodos, via de regra sem necessidade de cadastro específico do contribuinte em âmbito estadual ou municipal.

31 Decreto nº 45.490/2000: “Artigo 527 - O descumprimento da obrigação principal ou das obrigações acessórias, instituídas pela legislação do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e sobre Prestações de Serviços, fica sujeito às seguintes penalidades (Lei 6.374/89, art. 85, com alteração das Leis 9.399/96, art. 1.º, IX, e 10.619/00, arts. 1.º, XXVII a XXIX, 2.º, VIII a XIII, e 3.º, III): [...] VI - infrações relativas à inscrição no Cadastro de Contribuintes, à alteração cadastral e a outras informações; a) falta de inscrição no Cadastro de Contribuintes - multa no valor de 8 (oito) UFESPs por mês de atividade ou fração, sem prejuízo da aplicação das demais penalidades previstas; [...]”.

por finalidade registrar as informações cadastrais de interesse da administração tributária de todas as pessoas físicas e estabelecimentos de pessoas jurídicas que pratiquem, com habitualidade ou em volume que caracterize intuito comercial, operações de circulação de mercadoria ou prestação de serviços descritas como fato gerador do ICMS, ou a elas equiparadas” (art. 1º). As disposições sobre a inscrição estadual do Rio de Janeiro estão em um anexo da referida Resolução, relativo apenas às obrigações acessórias.

Na esfera municipal, o Decreto nº 58.420/2018 da Prefeitura de São Paulo (Consolidação das Leis Tributárias) prevê, no capítulo relativo ao ISS, a obrigatoriedade de que os contribuintes de tal tributo se inscrevam no “Cadastro de Contribuintes Mobiliários – CCM” (arts. 210 e seguintes). No mesmo sentido, o Decreto nº 10.514/1991 da Prefeitura da Cidade do Rio de Janeiro (Regulamento do ISS) determina que “os prestadores de serviços, ainda que imunes ou isentos, deverão inscrever-se na repartição fazendária competente, antes do início de qualquer atividade” (artigo 153).

2.3. As funções do registro do empresário e das inscrições fiscais são diversas.

A partir das análises acima procedidas, pode-se concluir que o registro público do empresário e os cadastros de contribuintes mantidos por autoridades fazendárias federais, estaduais e municipais possuem objetivos e funções absolutamente diversos.

O registro público do empresário possui as funções previstas na Lei nº 8.934/1994 e no Código Civil, tornando regular o exercício da atividade empresária, conferindo personalidade jurídica às sociedades e proteção ao nome empresarial e, ainda, dando publicidade e permitindo a oponibilidade a terceiros dos atos arquivados.

Já as inscrições em cadastros de contribuintes consistem em obrigações tributárias acessórias, relacionadas ao controle que as au-

toridades fazendárias exercem sobre as atividades de seus contribuintes e o recolhimento de tributos por parte destes. A ausência de inscrição ou a não atualização dos dados cadastrais resultará no descumprimento de tal obrigação acessória, com as consequências daí decorrentes (aplicação de penalidades na esfera tributária e possível dificuldade na prática de atos do dia-a-dia da atividade da pessoa jurídica).

Assim, a regularidade do empresário em si e dos atos por ele praticados decorre tão somente do arquivamento de seus atos constitutivos e demais documentos exigidos pela Lei nº 8.934/1994 perante a Junta Comercial competente. A falta de inscrição e atualização de informações em cadastro fiscal não produz o efeito de tornar o empresário irregular ou inexistente, nem de desconstituir ou tornar sem efeitos atos devidamente arquivados.

2.4. Criação da REDESIM.

Ainda sobre o tema das inscrições perante autoridades fiscais, cabe fazer alguns esclarecimentos sobre a Rede Nacional para a Simplificação do Registro e da Legalização de Empresas e Negócios, chamada de REDESIM. Em 2007, foi editada a Lei nº 11.598/2007, que estabelece diretrizes e procedimentos para simplificação e integração do processo de registro e legalização de empresários e de pessoas jurídicas, criando a REDESIM.

A edição da Lei nº 11.598/2007 decorreu da notória complexidade e ineficiência dos processos de legalização de empresários e pessoas jurídicas perante as três esferas da administração pública brasileira.³² Diversas alterações dos atos constitutivos dos empresários e pessoas jurídicas, após serem arquivadas perante a Junta Comercial competente, tinham que ser levadas ao conhecimento de diferentes autoridades federais, estaduais e municipais para fins de atualização

³² REQUIÃO, op. cit., p.160-161.

dos respectivos cadastros e inscrições (tais como CNPJ, inscrição perante o FGTS, inscrição estadual, inscrição municipal e alvarás de funcionamento).

Ou seja, além de observar as formalidades para arquivamento das alterações perante as Juntas Comerciais, os empresários individuais e sociedades empresárias precisavam praticar uma série de atos para manter atualizados seus registros perante as diversas autoridades que fiscalizam e regulamentam o exercício de suas atividades (procedimentos genericamente chamados de “legalização”). Os procedimentos relacionados à legalização sempre foram conhecidos por ser demasiadamente burocráticos e, as diferentes autoridades por eles responsáveis, por não se comunicarem, gerando retrabalho ao empresário e às pessoas jurídicas.

A criação da REDESIM teve justamente o objetivo de incentivar e adotar medidas para fins de integração do processo de registro e legalização perante os entes da Federação. Nos termos da Lei nº 11.598/2007, busca-se “compatibilizar e integrar procedimentos, de modo a evitar a duplicidade de exigências e garantir a linearidade do processo, da perspectiva do usuário” (art. 3º). A participação na REDESIM passou a ser obrigatória para órgãos federais e voluntária, por adesão mediante consórcio, para órgãos e entidades estaduais, municipais e distritais.

Sobre a finalidade prática da REDESIM, vale citar as palavras de José Aderson Cerezoli:

A REDESIM inclui num mesmo sistema, o registro empresarial, os cadastros da Receita Federal, da Receita Estadual, da Receita Municipal, órgãos de licenciamento urbano municipais, órgãos da vigilância sanitária federal, estadual e municipal, órgãos de licenciamento ambiental federal, estadual e municipal, bombeiros, entre outros [...]

Antes da REDESIM, o que se observava é que os órgãos de registro e licenciamento de atividade

econômica eram dispersos e independentes, sem integração. Havia um sistema nacional de registro e os demais órgãos de licenciamento [...]

Com a instituição da REDESIM, o SINREM passou a atuar de forma integrada com outros atores administrativos de registro e licenciamento, no formato de rede. Essa rede tem como atores principais a Receita Federal do Brasil, responsável pelo integrador nacional, o Departamento de Registro de Empresa e Integração (DRED), responsável pela integração do SINREM, e as Juntas Comerciais, que são responsáveis pelos integradores estaduais.³³

Assim, a louvável finalidade da REDESIM consiste em possibilitar que o empresário individual ou a pessoa jurídica possam realizar o arquivamento e legalização de seus atos de forma integrada e sistemática, em atendimento ao princípio da eficiência da administração pública.³⁴ O objetivo, já atingido em diversos estados da Federação (ou bem próximo de ser atingido) é que o arquivamento de atos de constituição, alteração e extinção do empresário perante as Juntas Comerciais já acarrete, automaticamente, a criação, atualização ou baixa, respectivamente, de seus demais registros e inscrições.

E os avanços obtidos foram significativos. As estatísticas divulgadas pela própria REDESIM apontavam um tempo médio de 3 dias e 15 horas para “abertura de uma empresa” em fevereiro de 2020.³⁵

33 CEREZOLI, Jose Aderson. *Regulação e Desenvolvimento*: Regulação de Registro de Empresas e Segurança Jurídica. 2018. Dissertação (Mestrado em Direito da Regulação) – Escola de Direito do Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro. p. 74-78.

34 Segundo o artigo 37 da Constituição da República Federativa do Brasil: “A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...]”.

35 Dados disponíveis em: <https://estatistica.redesim.gov.br/tempos-abertura>. Acesso em: 22

Ao mesmo tempo, verificou-se, na prática, a integração dos registros proporcionada pela REDESIM sendo deturpada por determinadas autoridades públicas, dando margem à formulação de exigências que acabam por obstar o próprio arquivamento de atos societários perante as Juntas Comerciais, o que consiste em inadmissível violação de disposições legais vigentes.

3. Ilegalidade de exigências formuladas por autoridades fiscais que obstem o registro do empresário.

A partir da criação e disseminação da REDESIM, o arquivamento de atos societários perante as Juntas Comerciais passou a ser precedido de alguns procedimentos, de forma a assegurar que o deferimento do pedido de arquivamento resulte automaticamente na inscrição ou atualização das informações do empresário nos cadastros competentes.

Tais procedimentos anteriores ao arquivamento são genericamente denominados de (i) “consulta prévia” – por sua vez, dividida em “consulta prévia de local” (em que a Prefeitura local verifica se a atividade econômica pode ser exercida no endereço pretendido) e “pedido de viabilidade” (por meio do qual é realizada busca de nomes empresariais idênticos ou similares ao que se pretende atribuir

mar. 2020. Por óbvio, tais dados devem ser confrontados com outros estudos sobre o tema. Um dos estudos de maior prestígio é o chamado “Doing Business”, elaborado anualmente pelo Banco Mundial (The World Bank), que elabora um ranking entre países com base na facilidade para realização de negócios. No “Doing Business 2019”, o Brasil ocupava a 138ª posição no quesito “abertura de empresas”, estimando um tempo médio de 13,5 dias para finalização do procedimento nas Cidades do Rio de Janeiro e São Paulo. Por outro lado, o estudo ressaltou que o Brasil vem “fazendo reformas de negócios tornando mais fácil fazer negócios” (Disponível em: <https://portugues.doingbusiness.org/pt/data/exploreconomies/brazil#>). Acesso em: 22 mar. 2020). Prova disso é que, no mesmo estudo realizado em 2018, o tempo médio para “abertura de empresas” no Brasil havia sido estimado em impressionantes 79,5 dias (Disponível em: <https://www.doingbusiness.org/content/dam/doingBusiness/media/Annual-Reports/English/DB2018-Full-Report.pdf>). Acesso em: 24 mar. 2020).

ao empresário individual ou sociedade); e (ii) “coleta de dados”, etapa na qual são informados dados de interesse dos órgãos envolvidos nos processos de registro e legalização.³⁶

Em muitos casos, tais procedimentos são realizados no mesmo sistema integrado da REDESIM, tornando o processo linear. No Estado de São Paulo, por exemplo, a “coleta de dados” é realizada por meio do Coletor Nacional da Receita Federal do Brasil, que compartilha as informações com a Secretaria de Estado de Fazenda e Planejamento (quando o empresário estiver sujeito à inscrição estadual). Quaisquer exigências de informações ou documentos adicionais às informações coletadas são de plano formuladas no próprio sistema e, após seu cumprimento, é emitido o DBE, que deve ser assinado e apresentado à Junta Comercial para que o ato do empresário seja arquivado.³⁷⁻³⁸

O grande problema que vem sendo enfrentado principalmente por sociedades empresárias consiste justamente nessas exigências formuladas pelas autoridades fiscais durante os procedimentos prévios ao arquivamento.

Em diversas situações, são exigidos do empresário individual ou sociedade empresária uma série de documentos não previstos em

36 Maiores informações sobre tais procedimentos podem ser encontradas no sítio eletrônico da REDESIM. Disponível em: «<http://www.redesim.gov.br>». Acesso em: 29. mar. 2020.

37 Posteriormente ao arquivamento, a pessoa jurídica ainda deve completar uma terceira etapa, chamada pela REDESIM de “licenciamento” e descrita como “procedimento administrativo em que o órgão regulador avalia e verifica o preenchimento dos requisitos de segurança sanitária, controle ambiental, prevenção contra incêndios e pânico e demais exigências previstas na legislação, que autorizam o funcionamento da Pessoa Jurídica”. Como tal etapa é posterior ao arquivamento do documento perante a Junta Comercial, suas especificidades não possuem relevância para o tema objeto deste artigo.

38 O DBE é documento de apresentação obrigatória para constituição, alteração e baixa de empresários e sociedades empresárias, nos termos dos Manuais que constituem os anexos da Instrução Normativa nº 81/2020 do DREI. Entretanto a obrigatoriedade de apresentação de tal documento é ilegal, conforme será detalhado neste capítulo.

Lei para liberação do DBE (ou outro documento equivalente exigido pela Junta Comercial para proceder ao arquivamento dos atos do empresário). Já em outras situações, condiciona-se a liberação do DBE à regularização da situação cadastral do empresário ou da sociedade (ou, até mesmo, de seus sócios ou administradores) perante tal autoridade fiscal. E, sem o DBE, a Junta Comercial recusa-se a proceder ao arquivamento do ato societário a ela apresentado.

Em última análise, o não atendimento das exigências formuladas pelas autoridades fazendárias acaba por obstar o próprio arquivamento do ato do empresário perante a Junta Comercial, situação ilegal e que, conforme será demonstrado, pode ser solucionada sem abrir mão da integração pretendida pela criação da REDESIM.

3.1. Documentos exigidos em Lei para arquivamento de atos do empresário.

Ao dispor sobre o arquivamento de atos do empresário, a Lei nº 8.934/1994 foi exaustiva na enumeração dos documentos que devem ser apresentados quando do pedido de arquivamento (artigo 37): (i) o instrumento original de constituição, modificação ou extinção de empresários ou sociedades empresárias, assinado pelo titular, pelos administradores, sócios ou seus procuradores; (ii) declaração do titular ou administrador, firmada sob as penas da lei, de não estar impedido de exercer o comércio ou a administração de sociedade, em virtude de condenação criminal; (iii) a ficha cadastral de acordo com o modelo aprovado pelo DREI; (iv) os comprovantes de pagamento dos preços dos serviços correspondentes; e (v) a prova de identidade dos titulares e dos administradores da sociedade empresária.

O parágrafo único do mesmo art. 37 não deixa qualquer dúvida sobre a taxatividade do referido rol de documentos, estabelecendo expressamente que “além dos referidos neste artigo, nenhum ou-

tro documento será exigido das firmas individuais e sociedades referidas nas alíneas a, b e d do inciso II do art. 32”.³⁹

A previsão contida na Lei nº 8.934/1994 já seria suficiente para se concluir que não é admissível a exigência de qualquer outro documento – por parte de qualquer autoridade que seja – para que um ato societário seja arquivado pela Junta Comercial.⁴⁰ Mesmo assim, em decorrência do reiterado descumprimento do artigo 37, parágrafo único, da Lei nº 8.934/1994 pela administração pública, foi inserido dispositivo na Lei da REDESIM (Lei nº 11.598/2007) reforçando tal vedação e, ainda, contendo rol exemplificativo de documentos que não podem ser exigidos:

Art. 7º. Para os atos de registro, inscrição, alteração e baixa de empresários ou pessoas jurídicas, fica vedada a instituição de qualquer tipo de exigência de natureza documental ou formal, restritiva ou condicionante, que exceda o estrito limite dos requisitos pertinentes à essência de tais atos, observado o disposto nos arts. 5º e 9º desta Lei, não podendo também ser exigidos, de forma especial:

I - quaisquer documentos adicionais aos requeridos pelos órgãos executores do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins e do Registro Civil de Pessoas Jurídicas, excetuados os casos de autorização legal prévia;

II - documento de propriedade, contrato de locação ou comprovação de regularidade de obrigações tributárias referentes ao imóvel onde será

39 As alíneas a, b e d do inciso II do art. 32 da Lei nº 8.934/1994 englobam as “firmas mercantis individuais, sociedades mercantis e cooperativas”, os “consórcio e grupo de sociedade” e as “microempresas”. Logo, não estão abrangidas pela referida disposição apenas as “empresas mercantis estrangeiras autorizadas a funcionar no Brasil”.

40 Obviamente, tal arquivamento está condicionado, ainda, à constatação, pela Junta Comercial, de que o ato societário atende às formalidades previstas em lei (Lei nº 8.934/1994).

instalada a sede, filial ou outro estabelecimento;
III - comprovação de regularidade de prepostos dos empresários ou pessoas jurídicas com seus órgãos de classe, sob qualquer forma, como requisito para deferimento de ato de inscrição, alteração ou baixa de empresários ou pessoas jurídicas, bem como para autenticação de instrumento de escrituração; e
IV - certidão de inexistência de condenação criminal, que será substituída por declaração do titular ou administrador, firmada sob as penas da lei, de não estar impedido de exercer atividade mercantil ou a administração de sociedade, em virtude de condenação criminal.

Posteriormente, a Lei nº 11.598/2007 foi alterada para ser ainda mais explícita quanto à impossibilidade de se condicionar o arquivamento de atos do empresário à regularização de obrigações fiscais, previdenciárias ou trabalhistas do empresário, seus sócios ou administradores, nos seguintes termos:

Art. 7º-A. O registro dos atos constitutivos, de suas alterações e extinções (baixas), referentes a empresários e pessoas jurídicas em qualquer órgão dos 3 (três) âmbitos de governo, ocorrerá independentemente da regularidade de obrigações tributárias, previdenciárias ou trabalhistas, principais ou acessórias, do empresário, da sociedade, dos sócios, dos administradores ou de empresas de que participem, sem prejuízo das responsabilidades do empresário, dos titulares, dos sócios ou dos administradores por tais obrigações, apuradas antes ou após o ato de extinção.

Por essas razões, tanto a Lei nº 8.934/1994, quanto a Lei nº 11.598/2007, deixam claro ser manifestamente ilegal, para arquivamento de atos do empresário perante a Junta Comercial, exigir (i) do-

cumentos que não estejam expressamente listados em Lei; ou (ii) a regularidade fiscal, previdenciária ou trabalhista do empresário.

3.2. O cometimento de ilegalidades pelo DREI, pelas Juntas Comerciais e por autoridades fiscais.

Apesar de as conclusões alcançadas no Capítulo anterior serem decorrentes da simples leitura de dispositivos legais, diversas autoridades governamentais insistem em descumprir o que determina a Lei, incluindo o DREI, Juntas Comerciais e autoridades fiscais.

Com efeito, tal ilegalidade é cometida, de plano, pelo próprio DREI que, no uso de sua competência de estabelecer “normas e diretrizes gerais do Registro Público de Empresas Mercantis e Atividades Afins”, elenca o DBE dentre os documentos que devem ser exigidos para arquivamento de atos societários, nos termos dos anexos da Instrução Normativa DREI nº 81/2020 (atualmente em vigor).

Em razão do disposto nos Anexos da Instrução Normativa DREI nº 81/2020 e em outras normas infralegais (geralmente editadas em âmbito estadual), as Juntas Comerciais de alguns Estados também cometem a ilegalidade de exigir documentos (incluindo o DBE) e/ou a regularidade fiscal do empresário para realizar o arquivamento de atos apresentados a registro. Esse modo de atuação da Junta Comercial é conhecido no Estado de São Paulo,⁴¹⁻⁴² principal centro de ati-

41 A Portaria JUCESP nº 6/2013, que disciplina a integração do serviço público de registro empresarial ao processo do Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica, estabelece em seu artigo 2º que “o pedido de arquivamento de ato empresarial deve ser apresentado mediante requerimento-capa gerado pelo sistema informatizado disponibilizado pela JUCESP em seu sítio na internet, acompanhado do DBE impresso ou do Protocolo de Transmissão, gerados em conformidade com os atos normativos da RFB, mediante acesso ao Programa Gerador de Documentos ou Coleta Online”.

42 Para críticas a outras exigências formuladas pela Junta Comercial do Estado de São Paulo, confira-se ROVAI, Armando Luiz. Registro Empresarial: da constituição das empresas, suas alterações e distratos – incertezas e burocracia que emperram o desenvolvimento e contribuem

vidades empresariais do Brasil, mas também se verifica em outros Estados da federação, como Pernambuco, Ceará e Rio Grande do Sul.⁴³

Finalmente, autoridades fiscais (as Secretarias de Fazenda ou órgãos equivalentes) de alguns Estados também atuam de forma a impedir ilegalmente o arquivamento de documentos do empresário. Nessa esfera, a ilegalidade é cometida quando a autoridade fiscal exige documentos⁴⁴ ou a prática de determinados atos⁴⁵ para liberar ou emitir um outro documento (como o DBE) que, por sua vez, é exigido pela Junta Comercial para que o ato do empresário possa ser arquivado. Sem a liberação ou emissão do documento pela autoridade fiscal, o empresário fica impedido de prosseguir com o arquivamento.

Em resumo, ao condicionarem o arquivamento de atos do empresário à (i) apresentação de outros documentos que não aqueles elencados no artigo 37 da Lei nº 8.934/1994; ou (ii) à regularidade fiscal do empresário, as autoridades governamentais (DREI, Juntas Comerciais ou Secretarias de Fazenda, conforme o caso) agem de maneira ilegal, extrapolando os limites de sua atuação administrativa estabelecidos pela Lei.

para insegurança jurídica. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 77, p. 129-142, jul./set. 2017. No texto, o autor relata algumas experiências por ele vivenciadas ao tentar arquivar atos societários perante a referida Junta Comercial.

43 Informações extraídas de precedentes que serão melhor analisados no Capítulo 3.3 a seguir.

44 As exigências documentais formuladas por autoridades fiscais são das mais variadas, podendo incluir minutas dos atos societários que se pretende arquivar, contrato de locação ou prova de propriedade da sede ou filial, fotos do estabelecimento, certidões de regularidade fiscal, trabalhista ou previdenciária, certidões de distribuidores, declarações, dentre outros. Curiosamente, veja-se que muitas vezes são exigidos justamente os documentos que o artigo 7º da Lei nº 11.598/2007 estabelece que não poderiam ser exigidos.

45 Tais atos normalmente envolvem a regularização do próprio empresário, de seus sócios ou de seus administradores perante autoridades fiscais. A título exemplificativo o autor já atuou em caso em que a Secretaria de Estado de Fazenda de São Paulo condicionou a liberação do DBE do empresário à regularização de seu sócio, que estava com a inscrição estadual suspensa junto à Secretaria de Estado de Fazenda do Rio de Janeiro.

Veja-se que a ilegalidade ora exposta não está na exigência formulada pelas autoridades fiscais em si. Tais exigências, se feitas de forma razoável e com base na Lei federal, estadual ou municipal (conforme o caso) que as fundamente, podem ser cabíveis. Trata-se, é claro, de um “custo Brasil” que não é desejável (muito pelo contrário: é criticável); mas que pode ser, ainda assim, amparado pela Lei. O que não é admissível, nos expressos termos da Lei de Registro de Empresa, é que tais exigências obstem o arquivamento de atos societários perante as Juntas Comerciais.

Embora o cometimento das ilegalidades acima descritas seja muito comum na prática, muito pouco se comentou, em sede doutrinária, sobre esse tema em particular, valendo registrar breve texto escrito por Carlos Henrique Ribeiro Pelliciari, que, ao tratar da exigência de DBE pela Junta Comercial do Estado de São Paulo e da necessidade de liberação desse documento pela Secretaria Fazenda do mesmo estado, concluiu ser tal exigência contrária à lei, sugerindo que empresários que tiverem problemas na liberação imediata do DBE recorressem ao Poder Judiciário.⁴⁶

Tratando de tema correlato, Antonio Manoel Gonzalez criticou as antigas exigências infralegais para inscrição de pessoas jurídi-

46 PELLICIARI, Carlos Henrique Ribeiro. *Exigências do Fisco que barram o registro de empresas na junta comercial são ilegais*. Migalhas, 9 set. 2015. Disponível em: «<https://www.migalhas.com.br/depeso/226505/exigencias-do-fisco-que-barram-o-registro-de-empresas-na-junta-comercial-sao-ilegais>». Acesso em: 6 abr. 2020. Posteriormente, Fábio Sarreta também escreveu breve texto com conclusão semelhante (SARRETA, Fábio. *Exigências para liberar DBE são ilegais*. Jusbrasil, 2017. Disponível em: «<https://fabiosarreta.jusbrasil.com.br/artigos/416931170/exigencias-para-liberar-dbe-sao-ilegais>». Acesso em: 6 abr. 2020). Foram identificadas, ainda, duas breves notas em sítios especializados, comentando decisões judiciais que trataram do tema: CONSULTOR JURÍDICO – CONJUR. Junta não pode condicionar registro a regra de decreto. *Revista Consultor Jurídico*, 28 jun. 2012. Disponível em: «<https://www.conjur.com.br/2012-jun-28/junta-nao-condicionar-registro-exigencia-prevista-decreto?imprimir=1>». Acesso em: 6 abr. 2020; e LEX MAGISTER. Junta Comercial não pode condicionar registro a exigência prevista apenas em Decreto Estadual. Notícia. Não datado. Disponível em: «http://www.lex.com.br/noticia_23462418_JUNTA_COMERCIAL_NAO_PODE_CONDICIONAR_REGISTRO_A_EXIGENCIA_PREVISTA_APENAS_EM». Acesso em: 6 abr. 2020.

cas no CNPJ, as quais tinham por objetivo persuadir os sócios da pessoa jurídica a pagar débitos fiscais pendentes. O autor foi enfático ao anotar que “se nem mesmo a lei, emanada do Poder Legislativo, pode tolher a liberdade do exercício profissional ou de qualquer atividade lícita, o que dizer de simples instrução normativa?”, concluindo no sentido de que as exigências introduzidas à época pela Receita Federal do Brasil caracterizariam uma “verdadeira ditadura fiscal”.⁴⁷

Sobre a mesma norma infralegal da Receita Federal do Brasil, que impedia a inscrição de pessoas jurídicas cujos sócios tivessem pendências fiscais no CNPJ, Osiris Leite Corrêa fez as seguintes considerações:

Finalmente, o fato de a administração tributária negar a inscrição de nova pessoa jurídica, com a única finalidade de obrigar um ou alguns de seus sócios a saldar obrigações tributárias – próprias ou de outras empresas de que participem, ainda que minoritariamente –, fere o direito à ampla defesa e ao contraditório, garantidos ao contribuinte. O Fisco tem à sua disposição mecanismos eficazes de cobrança de seus tributos, como o procedimento de execução fiscal (Lei 6.830/80) [...]

Deve, pois, a administração tributária exercer os poderes e direitos que a lei lhe confere, utilizando tais eficazes meios processuais para cobrar os seus créditos de quem lhe é devedor, e não extrapolando seus poderes, em verdadeira coação, exigindo a quitação de seus supostos créditos ou a regularização de obrigações tributárias acessórias para a inscrição (ou alteração), no aludido Cadastro, de outras sociedades em que tal supos-

47 GONÇALEZ, Antonio Manoel. CNPJ – Inconstitucionalidades. *Repertório IOB de Jurisprudência*, n. 1/99, caderno 1, p. 31-37, 1ª quinzena de janeiro de 1999, p. 33/34.

to devedor participe, ainda que minoritariamente, ou figure como dirigente.⁴⁸

Não obstante as escassas considerações doutrinárias, a matéria objeto deste artigo já foi apreciada em diversas oportunidades pelos Tribunais.

3.3. Jurisprudência: prática ilegal das autoridades.

Não é de hoje que os particulares precisam recorrer ao Poder Judiciário para contestar ilegalidades cometidas pela administração pública. À vista das conclusões alcançadas acima, cabe analisar qual vem sendo o entendimento dos Tribunais sobre a controvérsia apresentada.

Um dos mais citados precedentes que tangencia o tema é o julgamento do Recurso Especial representativo de controvérsia nº 1.103.009/RS, de Relatoria do Min. Luiz Fux (então Ministro do Superior Tribunal de Justiça – STJ). O recurso originou-se de mandado de segurança por meio do qual uma sociedade buscava a alteração de seus dados no CNPJ para inclusão, no quadro societário, de pessoa com pendências perante a Receita Federal do Brasil. No entendimento do Relator, seguido por unanimidade pela 1ª Seção do STJ, seria “ilegítima a criação de empecilhos, mediante norma infralegal, para a inscrição e alteração dos dados cadastrais no CNPJ”.^{49_50}

48 CORRÊA, Osiris Leite, op. cit., p. 4 (versão eletrônica).

49 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 1ª Seção. Recurso Especial nº 1.103.009/RS (representativo de controvérsia). Relator: Min. Luiz Fux. Data de julgamento: 9 dez. 2009. A decisão tratou do tema objeto do artigo de Osiris Leite Corrêa acima mencionado (CORRÊA, Osiris Leite, op. cit).

50 No mesmo sentido: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 2ª Turma. Recurso Especial nº 1.309.854/CE. Relator: Min. Humberto Martins. Data de julgamento: 26 jun. 2012; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 2ª Turma. Recurso Especial nº 1.251.089/SP. Relator: Min. Mauro Campbell Marques. Data de julgamento: 5 ago. 2010.

A despeito da importância do precedente acima citado, o cerne da controvérsia não era especificamente a situação em que a pendência infralegal condiciona o próprio arquivamento do ato do empresário.

Em 2018, o STJ apreciou o Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.175.043, originado de mandado de segurança impetrado por companhia em face do Estado do Rio Grande do Sul para requerer que este se abstinhasse de condicionar o arquivamento de ato de alteração societária à apresentação de certidão negativa de débitos da União e do FGTS. Conforme constou da ementa do precedente, de Relatoria do Min. Lázaro Guimarães, “a exigência de certidões negativas de débitos tributários, para fins de registro de alteração contratual perante a Junta Comercial, não está prevista na lei de regência (Lei nº 8.934/1994), nem no decreto regulamentador (Decreto nº 1.800/1996), sendo ilegítima sua previsão em instrumento normativo estadual”.⁵¹

Na mesma oportunidade, a 4ª Turma do STJ entendeu que, havendo divergência entre a Lei nº 8.934/1994 e Leis tributárias anteriores, prevaleceria o disposto na Lei de Registro de Empresas, afirmando que o trecho “nenhum outro documento será exigido” do artigo 37 do mencionado diploma legal teria conteúdo nitidamente derogatório, excluindo a possibilidade de subsistirem Leis anteriores em sentido contrário.

Foram identificados outros precedentes no STJ sobre o tema, todos em sentido semelhante ao acima apresentado,⁵² o que permite

51 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 4ª Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.175.043/RS. Relator: Min. Lázaro Guimarães. Data de julgamento: 20 fev. 2018.

52 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 4ª Turma. Agravo Interno no Recurso Especial nº 1.257.279/PE. Relator: Min. Antônio Carlos Ferreira. Data de julgamento: 7 jul. 2018; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 1ª Turma. Recurso Especial nº 513.356/CE. Relator: Min. José Delgado. Data de julgamento: 4 set. 2003; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 4ª Turma. Recurso Especial nº 724.015/PE. Relator: Min. Antonio Carlos Ferreira. Data de julgamento: 15 maio 2012; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça – STJ. 1ª Turma. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1.259.430/PE. Relator: Min. Benedito Gonçalves. Data de julgamento: 9 jun. 2015.

concluir que a jurisprudência do referido Tribunal se consolidou de maneira a reconhecer a ilegalidade de se exigir documentos que não constem em Lei ou a regularidade fiscal do empresário para arquivamento de atos perante as Juntas Comerciais.

Conforme anteriormente mencionado, a prática de formular exigências para liberação do DBE é muito comum quando a análise das informações coletadas é realizada pela Secretaria de Estado de Fazenda de São Paulo – SEFAZ/SP. Já a Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP exige que o DBE seja apresentado nos pedidos de arquivamento.⁵³ Nesse cenário, também foram identificados diversos precedentes sobre o tema nos Tribunais de São Paulo.

Registre-se um fato curioso: muitas ações judiciais tratando da matéria em análise foram apreciadas pela Justiça Estadual de São Paulo, enquanto outras – envolvendo a mesma matéria – foram apreciadas pela Justiça Federal (Tribunal Regional Federal da 3ª Região). Isso se deve à composição do polo passivo da demanda em questão e das especificidades do pedido formulado. Quando a ação é ajuizada em face da JUCESP (nos casos em que o pedido do autor é para que a própria Junta proceda ao arquivamento do ato societário sem o DBE), a competência é da Justiça Federal, em razão da subordinação técnica do órgão estadual ao DREI.⁵⁴ Já quando a ação é ajuizada em face da SEFAZ/SP (casos em que o pedido é para a liberação do DBE sem cumprimento das exigências formuladas), a competência é da Justiça Estadual.

Nas petições iniciais das mencionadas ações, os empresários costumam se ater ao argumento de que a apresentação de DBE ou outros documentos não previstos em Lei ou a exigência de regularidade fiscal, conforme o caso, seria ilegal diante do artigo 37, parágrafo

53 Vide nota de rodapé nº 41 acima.

54 Vide notas de rodapé nº 4 e nº 5 *supra* e breve esclarecimento sobre o tema no Capítulo 1.

fo único, da Lei nº 8.934/1994 e do art. 7º e 7º-A da Lei nº 11.598/2007. Alguns afirmam que chegaram a cumprir com as exigências formuladas (i.e., apresentação dos documentos solicitados), mas não tiveram retorno da SEFAZ/SP sobre tal cumprimento em prazo razoável ou foram alvo de exigências suplementares. Alega-se, ainda, violação à livre iniciativa como fundamento da ordem econômica brasileira (artigo 170 da Constituição) e ao princípio da liberdade profissional (artigo 5º, XIII).

Ao contestar as demandas, a Procuradoria Geral do Estado de São Paulo argumenta, em regra, que: (i) as exigências de documentos e regularidade cadastral do empresário seriam legítimas e fundamentadas no poder-dever do Estado em fiscalizar os atos praticados por seus contribuintes; (ii) a unificação dos procedimentos de atualização cadastral prestigia o princípio da eficiência da administração pública (artigo 37 da Constituição) e as exigências formuladas teriam amparo na legislação (geralmente referindo-se a normas infralegais); (iii) os documentos ou providências requeridos através da formulação de exigências teriam por objetivo coibir fraudes fiscais; e (iv) tais exigências teriam natureza de ato administrativo, sendo dotadas de presunção de legalidade e veracidade.

Na esteira do entendimento do STJ, tanto o Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, quanto o Tribunal Regional Federal da 3ª Região, reconhecem a ilegalidade das exigências formuladas pela JUCESP ou pela SEFAZ/SP nesse sentido. Veja-se, para fins de referência, uma ementa de cada Tribunal, representativos do posicionamento das referidas cortes:

Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo:
MANDADO DE SEGURANÇA EMISSÃO DE DOCUMENTO BÁSICO DE ENTRADA (DBE) – Livre atividade econômica que não pode ser obstada ou retardada sem amparo legal – Necessidade de regularização e alteração contratual na JUCESP – Obstáculo ilegítimo à atividade empresarial que

configura afronta à livre iniciativa e ao exercício da atividade econômica e empresarial, garantidos constitucionalmente – Existência do direito líquido e certo Precedentes Sentença mantida. Reexame necessário não provido.⁵⁵

Tribunal Regional Federal da 3ª Região:
MANDADO DE SEGURANÇA. APELAÇÃO E REMESSA NECESSÁRIA. JUNTA COMERCIAL DO ESTADO DE SÃO PAULO. LEGITIMIDADE PASSIVA. ARQUIVAMENTO DE ALTERAÇÃO EM CONTRATO SOCIAL. NÃO APRESENTAÇÃO DE DOCUMENTO BÁSICO DE ENTRADA. IMPOSIÇÃO INFRALEGAL. ATO COATOR ILEGAL. SENTENÇA MANTIDA.

1. O ato coator avaliado é o embaraço ao arquivamento de alteração do contrato social da impetrante. Assim, deve ser confirmada a legitimidade passiva do Presidente da JUCESP.
2. Cinge-se a questão em verificar a existência de direito líquido e certo da impetrante em arquivar alteração do Contrato Social junto à JUCESP, independentemente da apresentação do Documento Básico de Entrada (DBE).
3. À míngua de previsão legal, entende-se ilegal a exigência do Documento Básico de Entrada

55 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 13ª Câmara de Direito Público. Reexame Necessário nº 1015505-67.2017.8.26.0309. Relator: Des. Spoladore Dominguez. Data de julgamento: 18 abr. 2018. No mesmo sentido, confira: SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 13ª Câmara de Direito Público. Apelação e Reexame Necessário nº 1037904-82.2017.8.26.0053. Relator: Des. Spoladore Dominguez. Data de julgamento: 5 set. 2018; SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 12ª Câmara de Direito Público. Apelação e Reexame Necessário nº 1011478-75.2016.8.26.0309. Relator: Des. Osvaldo de Oliveira. Data de julgamento: 31 maio 2017; e SÃO PAULO. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 3ª Câmara de Direito Público. Apelação nº 1012409-30.2014.8.26.0477. Relator: Des. Maurício Fiorito. Data de julgamento: 4 ago. 2015.

(DBE) pela Junta Comercial, documento utilizado para a prática de ato perante o CNPJ emitido pela Receita Federal, para o arquivamento de alteração contratual.

4. O artigo 37 da Lei nº 8.934/94, que estabelece as regras relativas ao registro público de empresas e suas atividades, discrimina de forma taxativa os documentos que instruirão obrigatoriamente os requerimentos de arquivamento relativos à constituição, alteração, dissolução e extinção de empresas.

5. Não pode ser criado óbice fora da lei para a alteração cadastral ou arquivamento de alterações societárias, sob pena de ofensa ao princípio constitucional da livre iniciativa. Nesse sentido, o Superior Tribunal de Justiça consolidou entendimento, no julgamento do REsp. 1.103.009/RS, na sistemática do art. 543-C do CPC/73.

6. Recurso de Apelação e Reexame Necessário não providos.⁵⁶

Assim, tem-se que as ilegalidades cometidas pelo DREI (ao elencar o DBE dentre os documentos que podem ser exigidos para arquivamento de atos do empresário), por algumas Juntas Comerciais (ao obrigatoriamente exigirem a apresentação do DBE) e por algumas autoridades fiscais (ao condicionarem a liberação do DBE à apre-

56 SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. 1ª Turma. Apelação e Remessa Necessária nº 0021411-54.2016.4.03.6100/SP. Relator: Des. Fed. Hélio Nogueira. Data de julgamento: 12 fev. 2019. No mesmo sentido, confira: SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. 1ª Turma. Remessa Necessária nº 0019009-34.2015.4.03.6100/SP. Relator: Des. Fed. Valdeci dos Santos. Data de julgamento: 24 jan. 2017; SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. 1ª Turma. Apelação nº 5009986-08.2017.4.03.6100/SP. Relator: Des. Fed. Valdeci dos Santos. Data de julgamento: 09 maio 2019; SÃO PAULO E MATO GROSSO DO SUL. Tribunal Regional Federal da 3ª Região. 1ª Turma. Apelação nº 5015542-54.2018.4.03.6100/SP. Relator: Des. Fed. Valdeci dos Santos. Data de julgamento: 09 maio 2019.

sentação de documentos não previstos em Lei ou à regularização da situação fiscal, previdenciária ou trabalhista do empresário) vêm sendo corretamente repudiadas pelos Tribunais.

3.4. Soluções: modelos que permitem a integração e não violam a Lei do Registro de Empresa.

Diante da constatação de que, infelizmente, a integração dos procedimentos de registro e legalização do empresário pode dar margem ao cometimento de ilegalidades por parte da administração pública (o que vem efetivamente acontecendo em alguns Estados), surge o questionamento: é possível solução que permita tal integração sem que o arquivamento de atos do empresário seja obstado por conta de exigências indevidamente fundamentadas em atos infralegais?

A resposta para essa indagação é afirmativa, vislumbrando-se, em princípio, duas soluções para se alcançar esse objetivo.

Primeira solução: consiste na adoção de um procedimento unificado e linear (como objetivado pela criação da REDESIM), mas no qual a análise do ato do empresário pelas autoridades fiscais e formulação de eventuais exigências sejam realizados apenas após arquivamento do mesmo perante a Junta Comercial competente.

Esse tipo de procedimento é, inclusive, adotado pela Junta Comercial do Estado do Rio de Janeiro – JUCERJA no que diz respeito à obtenção ou atualização de inscrição estadual junto à Secretaria de Fazenda do mesmo Estado – SEFAZ/RJ.

No Rio de Janeiro, o empresário que pretenda arquivar seus atos constitutivos ou alteração deve praticar os procedimentos prévios já descritos, incluindo a “consulta prévia” e a “coleta de dados”. Na sequência, estando finalizada e aprovada a “consulta prévia” e realizada a “coleta de dados” (por meio do DBE da Receita Federal do Brasil), o ato societário é submetido à análise da Junta Comercial para

arquivamento. Apenas após o arquivamento do ato é que os dados já coletados são automaticamente transmitidos à SEFAZ/RJ para que sejam por esta analisados.

Caso a SEFAZ/RJ entenda não serem necessárias providências adicionais, a inscrição estadual do empresário é emitida ou atualizada, conforme o caso, também de forma automática. Se, por outro lado, a SEFAZ/RJ entender que há necessidade de apresentação de documentos adicionais ou a prática de algum outro ato para emissão ou atualização da inscrição estadual, são formuladas exigências que podem ser consultadas pelo empresário no próprio sistema em que realizou os procedimentos anteriores. O empresário, então, terá prazo para cumprimento de tais exigências, mediante procedimento próprio, nos termos dos Anexos à Resolução SEFAZ nº 720/2014.⁵⁷⁻⁵⁸

A solução acima apresentada prestigia a unificação pretendida a partir da criação da REDESIM, uma vez que todo o procedimento é linear e a legalização é realizada, como regra geral, de maneira integrada e automática com o arquivamento do ato societário. Apenas na hipótese de ser formulada exigência específica por parte da autoridade fazendária estadual, tal exigência deverá ser cumprida após o arquivamento do ato societário na Junta Comercial, sem que haja, assim, violação do disposto no artigo 37, parágrafo único, da Lei nº 8.934/1994.⁵⁹

57 Em página na internet destinada a detalhar os procedimentos que devem ser realizados pelo empresário para arquivamento de atos societários e legalização, a JUCERJA enumera 9 “passos” que devem ser observados. Veja-se que o cadastramento e coleta de informações do empresário (“passos” 2, 3 e 5) são “passos” anteriores ao arquivamento do ato societário na Junta Comercial (“passo” 6). Por sua vez, o cumprimento de exigências formuladas por autoridades governamentais é posterior ao arquivamento: a emissão de alvará de funcionamento junto à Prefeitura é o “passo” 7; a obtenção de certificação do corpo de bombeiros é o “passo” 8; e a emissão/atualização de inscrição estadual é o “passo 9”. Disponível em: <<https://www.jucerja.rj.gov.br/Home/informacoesEmpresas>>. Acesso em: 7 abr. 2020.

58 Sobre os procedimentos para emissão ou atualização automática da inscrição estadual no Rio de Janeiro, ou da necessidade de cumprimento de exigências adicionais para tanto, confira-se os artigos 20, 21, 23, 24, 34 e 35 da Parte II, Anexo I, da Resolução SEFAZ nº 720/2014.

59 Vale dizer que a ordem de procedimentos acima descrita (no qual são coletadas informações

Pode-se pensar, ainda, em aprimorar o modelo acima exposto para que as autoridades levem as eventuais exigências ao conhecimento do empresário antes do arquivamento do ato societário na Junta Comercial, mas que as mesmas exigências possam ser cumpridas apenas após tal arquivamento.⁶⁰ De posse de tais informações, o empresário poderá optar por prosseguir com o arquivamento do ato societário (já ciente das exigências que terá que cumprir posteriormente); ou desistir de tal arquivamento, mantendo-se inalterados seus registros.

Por óbvio, ter que cumprir exigências nunca é algo desejado pelo empresário, independentemente do momento de tal cumprimento. Porém, a ordem de procedimentos proposta impede que as solicitações formuladas por uma única autoridade envolvida no processo integrado impeçam o prosseguimento do procedimento de registro e legalização como um todo.⁶¹ A solução ideal seria, sem dúvidas, o fim da multiplicidade de registros e cadastros, bem como do inchaço da administração pública brasileira, o que não acontecerá no curto prazo,

A primeira solução acima apresentada demandaria alterações das regulações, em âmbito estadual e/ou municipal, para prever que

anteriormente ao arquivamento, mas as exigências devem ser cumpridas apenas posteriormente) também se aplica a outras autoridades governamentais envolvidas na legalização dos empresários no Rio de Janeiro, como Corpo de Bombeiros e as Prefeituras. A SEFAZ/RJ foi escolhida para fins exemplificativos, em contraposição ao entrave criado no Estado de São Paulo pela SEFAZ/SP.

60 O sistema atualmente adotado pela JUCERJA e pela SEFAZ/RJ, embora permita o cumprimento de exigências de autoridades fiscais após o arquivamento do ato societário, apenas permite conhecer quais serão essas exigências também após o arquivamento do ato. Desse modo, caso o empresário queira “voltas atrás” em razão das exigências formuladas, terá que praticar e arquivar um novo ato societário, rerratificando o anterior.

61 No Estado de São Paulo, conforme acima já exemplificado, as exigências formuladas pela Secretaria de Estado de Fazenda acabam por impedir a liberação do DBE e, portanto, o prosseguimento de todo o procedimento de registro e legalização (incluindo, como visto, o próprio arquivamento do ato societário na Junta Comercial, em violação ao artigo 37, parágrafo único, da Lei nº 8.934/1994).

a análise pelas autoridades governamentais ocorra após o arquivamento do ato societário. Caso isso não seja factível do ponto de vista prático (justamente por depender da cooperação de tais autoridades), pode-se cogitar de solução alternativa, a ser implementada a partir de alteração na orientação atual do DREI (ou seja, em âmbito federal).

Segunda solução (alternativa): consiste em que o próprio DREI altere suas instruções normativas para estabelecer e deixar claro que o DBE (e qualquer outro documento exigido por autoridades governamentais para a mesma finalidade) é documento de apresentação facultativa (e não obrigatória) por parte do empresário, respeitando-se, assim, o artigo 37, parágrafo único, da Lei nº 8.934/1994. Estando as Juntas Comerciais tecnicamente submetidas ao DREI, aquelas deverão, ao menos em tese, seguir a orientação do órgão federal.

A partir de tal modificação, os empresários que queiram se valer da unificação de procedimentos poderiam continuar anexando o DBE ao ato apresentado a registro, sendo a legalização realizada de forma concomitante ao registro na Junta Comercial, em procedimento linear. Caso o empresário esteja impossibilitado de emitir o DBE – por qualquer razão –, ainda assim poderia prosseguir com o arquivamento do ato perante a Junta Comercial, assumindo o ônus de, posteriormente, ter que regularizar sua situação junto ao CNPJ e demais autoridades fiscais, mediante procedimento próprio e sob pena da aplicação das sanções por descumprimento de obrigação tributária acessória caso não o faça.⁶²

62 A título exemplificativo, a Seccional do Rio de Janeiro da Ordem dos Advogados do Brasil – OAB/RJ, até a presente data, não possui integração com a Receita Federal do Brasil para legalização de alterações do contrato social de sociedades de advogados. Logo, quando uma alteração de sociedade de advogados com sede no Rio de Janeiro/RJ é arquivada perante a OAB/RJ (artigo 15, §1º, da Lei nº 8.906/1994 – Estatuto da OAB), é necessário realizar procedimentos próprios para atualizar seus dados no CNPJ e perante a Prefeitura do Rio de Janeiro. Tal exemplo demonstra que há procedimentos específicos que podem ser praticados perante as autoridades governamentais competentes nos casos em que não for utilizada a integração. Não se nega, contudo, que o ideal seria que a OAB/RJ desse às sociedades de advogados a possibilidade de realizar as legalizações de forma integrada.

Vale repetir: realizar a legalização em procedimentos próprios e desvinculados do registro do empresário não é o desejável e vai em sentido contrário ao objetivo de integração buscado pela REDESIM. Não obstante, diante das ilegalidades cometidas por autoridades governamentais no âmbito do processo integrado, tornar a utilização deste uma faculdade do empresário evitaria maiores prejuízos advindos de tais ilegalidades.

Conclusões.

A sistematização e integração de procedimentos em prol da eficiência administrativa e da redução do “custo Brasil” são, certamente, muito bem-vindas. Entretanto, não podem ser utilizadas para o cometimento de ilegalidades por parte de autoridades governamentais, em violação a disposições legais e de direitos do empresário.

Conforme demonstrado, o registro público do empresário e as inscrições em cadastros de contribuintes têm regimes jurídicos e fundamentos diversos: o primeiro é regulado principalmente pela Lei nº 8.934/1994 e tem as funções de tornar regular o exercício da empresa, conferir personalidade jurídica a sociedades empresárias, conferir proteção ao nome empresarial e dar publicidade a terceiros de atos arquivados; enquanto as segundas consistem em obrigações tributárias acessórias, relacionadas ao controle que autoridades fazendárias exercem sobre as atividades de seus contribuintes e o recolhimento de tributos por parte destes.

Diante dessa constatação e do disposto nos artigos 37 da Lei de Registro de Empresa e 7º e 7º-A da Lei da REDESIM, é manifestamente ilegal que autoridades governamentais condicionem o arquivamento de atos do empresário nas Juntas Comerciais à (i) apresentação de documentos que não estejam expressamente enumerados em Lei; ou (ii) à regularidade fiscal, previdenciária ou trabalhista do empresário.

A despeito disso, o DREI, as Juntas Comerciais e as autoridades fiscais de determinados Estados insistem em descumprir o que determina a Lei, causando entraves e prejuízos para a atividade empresarial brasileira e violando direitos do empresário.

Na linha da jurisprudência pacífica dos Tribunais brasileiros, a administração pública possui outros meios de garantir a regularidade cadastral e fiscal de seus contribuintes, sem violar o princípio da liberdade de exercício de atividade profissional e as disposições da Lei do Registro de Empresa.

Nesse cenário, vislumbram-se, em princípio, duas soluções que permitem manter a integração buscada a partir da criação da RE-DESIM, sem que o arquivamento de atos do empresário seja obstado por conta de exigências ilegais formuladas por autoridades governamentais:

- a) adoção de um procedimento unificado e linear, no qual a análise do ato do empresário pelas autoridades fiscais e formulação de eventuais exigências sejam realizados apenas após seu arquivamento perante a Junta Comercial competente, como já é feito no Estado do Rio de Janeiro. Assim, a legalização seria realizada, como regra geral, de maneira integrada e automática com o arquivamento do ato. Apenas na hipótese de ser formulada exigência específica pela autoridade fazendária, tal exigência seria cumprida após o arquivamento do ato na Junta Comercial; ou
- b) alternativamente, a segunda solução consiste em que o próprio DREI altere suas instruções normativas para estabelecer e deixar claro que o DBE (e qualquer outro documento exigido por autoridades governamentais para a mesma finalidade) é documento de apresentação facultativa (e não obrigatória) pelo empresário, o que deverá ser observado pelas Juntas Comerciais, tecnicamente subordinadas ao órgão federal. Assim, o empresário que queira se

valer da unificação de procedimentos poderia continuar anexando o DBE à documentação submetida a arquivamento pela Junta Comercial, para que a legalização seja realizada de forma integrada com o registro, ao passo que o empresário que não possa emitir o DBE poderia prosseguir com o arquivamento do ato, assumindo o ônus de, posteriormente, regularizar sua situação perante as autoridades fiscais, mediante procedimento próprio.

A primeira solução acima apresentada teria mais pontos positivos, na medida em que o procedimento de legalização continuaria sendo realizado de forma linear e integrada, alterando-se apenas a ordem em que as diferentes autoridades nele envolvidas analisam o ato e formulam suas exigências. Na segunda solução (alternativa), cria-se ao empresário a faculdade de abrir mão do procedimento integrado quando o ato praticado por uma das autoridades envolvidas impeça seu prosseguimento (passando a legalização a ser realizada de acordo com o procedimento próprio de cada autoridade).

O LEASE BACK E A DESCONSIDERAÇÃO DA PERSONALIDADE JURÍDICA NA ÓTICA DO STJ: UM ESTUDO DE CASO SOBRE A EXTENSÃO DOS EFEITOS DA FALÊNCIA A SOCIEDADES, QUE NÃO POSSUEM LIGAÇÃO SOCIETÁRIA, EM DECORRÊNCIA DE CONTRATO DE LEASE BACK¹

O LEASE BACK AND THE DISREGARD DOCTRINE UNDER STJ'S STANDPOINT: A CASE STUDY OF THE EXTENSION OF BANKRUPTCY'S EFFECTS TO COMPANIES REGARDLESS OF THE ABSENCE OF CORPORATE BOND AS A RESULT OF A LEASE BACK CONTRACT

Matheus Cardoso Oliveira Eleutério

Resumo: O presente trabalho descreve e analisa os fundamentos utilizados pelo Superior Tribunal de Justiça ao aplicar o instituto da desconsideração da personalidade jurídica para estender os efeitos da falência de uma sociedade a outras, independentemente da existência de vínculo societário. O objetivo da análise é estabelecer quais os parâmetros utilizados e identificar de que forma a fundamentação apresentada pode fragilizar os contratos de *sale and lease back* no mercado brasileiro. Para tanto foram isolados os principais argumentos apresentados pelos julgadores no REsp nº. 1.259.020/SP e confrontados com a doutrina sobre cada instituto. Verificou-se indícios de déficit de justificação na jurisprudência, tendo sido utilizada a desconsideração da personalidade jurídica sem a observância dos requisitos e limites previstos pela legislação e doutrina.

Palavras-chave: Sale and Lease Back; Desconsideração da Personalidade Jurídica; Extensão dos efeitos da falência; Jurisprudência.

1 Artigo recebido em 13.09.2019 e aceito em 01.06.2020.

Abstract: This paper describes and analyzes the grounds/ reasons used by the Superior Court of Justice when disregarding the corporate entity to extend the effects of bankruptcy of a company to others, regardless of the absence of corporate bond. The objective of the analysis is to establish which parameters were used and to identify how the reasoning presented may weaken the sale and lease back contracts in the Brazilian market. For that, the main arguments presented by the judges on the REsp nº. 1.259.020/SP were isolated and confronted with the prevailing opinion of jurists about each institute. There was evidence of a lack of justification in the case law, and the disregard doctrine was used without observing the requirements and limits foreseen by the legislation and the prevailing opinion of jurists.

Keywords: Sale and Lease Back; Disregard Doctrine; Extension of the effects of bankruptcy; Precedents.

Sumário: Introdução. 1. Breves noções teóricas. 1.1. Desconsideração da personalidade jurídica. 1.2. Operação de *sale and lease back*. 2. extensão dos efeitos da falência no REsp nº. 1.259.020/SP. 2.1. Da análise do caso concreto. 2.2. Da “nova roupagem” da desconsideração da personalidade jurídica. Conclusão.

Introdução.

Com a complexidade do mercado empresarial na atualidade, é necessário que os empresários tenham domínio das ferramentas a disposição para enfrentar os diversos tipos de entraves aos quais a atividade econômica está sujeita. Nesse espectro, podemos citar como um dos mais rotineiros desafios enfrentados pelo empresariado brasileiro a dificuldade no acesso a crédito de qualidade, definido como aquele com prazo elevado e juros compatíveis com a realidade

do tomador.² Ocorre que tais características do crédito (prazo e remuneração) não são estanques, nem tampouco dependem unicamente da vontade das partes. Alguns aspectos que afetam a qualidade do crédito disponível no Brasil são a “morosidade e [a] incerteza acerca das decisões judiciais, limitam a utilização e a recuperação de garantias, prejudicam as prioridades de recebimentos e fornecem incentivos ao não-pagamento”.³

É de se apontar que essa situação do financiamento diz respeito às empresas em funcionamento regular. Em se tratando de empreendimentos que enfrentam dificuldades financeiras, a situação se agrava, uma vez que neste horizonte a possibilidade de submissão do crédito ao concurso de credores, retirando-se a efetividade de eventuais garantias reais. Nesse contexto, a operação de *sale and lease back* pode se apresentar como importante ferramenta como forma de obtenção de recursos.

Ocorre que, o tratamento dado pela jurisprudência é uma das principais fontes de normas para esse tipo de operação, uma vez que se trata de contrato atípico, havendo normatização somente quanto ao tratamento tributário aplicável. Assim, somente pela compreensão clara do posicionamento judicial quanto ao tema se pode garantir a segurança jurídica necessária ao empresário que busca a realização do *sale and lease back*.

A literatura sobre esse tipo de contrato é escassa no direito brasileiro e os autores que geralmente tratam sobre o tema, não passam de uma conceituação superficial, tratando mais a fundo tão somente o *leasing* tradicional. Outro instituto de grande relevância ao deslinde do tema aqui analisado é a desconsideração da personali-

2 CICOGNA, Maria Paula Vieira; JUNIOR, Rudinei Toneto; DO VALLE, Maurício Ribeiro. O impacto da adesão a padrões mais elevados de governança sobre o financiamento empresarial. *Rausp Management Journal*, v. 42, n. 1, p. 52-63, 2007. Disponível em: <http://www.periodicos.usp.br/rausp/article/view/44424>. Acesso em: 11.08.2019.

3 Loc. cit.

de jurídica, tendo sido usados aqui, principalmente, os ensinamentos de Ada Pellegrini Grinover⁴ e Rubens Requião.⁵

Este artigo não tem por objetivo a valoração das conclusões a que chegaram os julgadores no caso concreto, nem tampouco buscase ditar solução melhor ao caso analisado. Em sentido diverso, o que se busca é a compreensão dos motivos que justificaram a solução jurídica adotada, e possíveis efeitos de sua aplicação a casos correlatos.

1. Breves noções teóricas.

Antes de adentrar à análise do caso, insta apresentar algumas breves considerações acerca dos principais institutos jurídicos tratados no julgamento, quais sejam a desconsideração da personalidade jurídica e o *lease back*.

1.1. Desconsideração da personalidade jurídica.

Preliminarmente, deve-se memorar que a possibilidade de criação de uma entidade fictícia, para assumir a responsabilidade pelas dívidas sociais, está intimamente ligada à necessidade de limitação dos riscos assumidos pelos indivíduos que se associam para a realização de determinada atividade econômica. Tal resultado é obtido por meio da separação entre o patrimônio da sociedade e dos sócios, caracterizando claramente frente a terceiros qual é o conjunto de bens responsável pelas obrigações relativas ao empreendimento comercial.⁶ Historicamente, porém, aponta-se que o surgimento de “pes-

4 GRINOVER, Ada Pellegrini. Da desconsideração da pessoa jurídica – Aspectos de direito material e processual. *Revista Jurídica do Ministério Público*, v. 6, p. 53-68, mai. 2006. Disponível em: «https://aplicacao.mpmg.mp.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/257/da%20desconsidera%C3%A7ao%20pessoa%20juridica_Grinover.pdf?sequence=1». Acesso em: 23.04.2019.

5 REQUIÃO, Rubens. *Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 410, p. 10-24, dez. 1969.

soas” jurídicas, com direitos e obrigações próprias, independentes dos indivíduos que as integram, remonta dos primeiros *collegia* em Roma. Segundo Plutarco em trecho reproduzido por Silva, os primeiros *collegia* teriam sido formados pela distribuição dos indivíduos em aglomerações conforme suas profissões com o intuito de “conter a rivalidade entre sabinos e romanos”.⁷

Independentemente disso, porém, não nos parece haver controvérsias atualmente quanto à finalidade da personificação destes entes surgidos do esforço comum de indivíduos, podendo ser expressa nas palavras de Austréia Magalhães Candido da Silva:⁸

[...] era necessário disciplinar a atuação destes conjuntos de pessoas e viabilizar a consecução de finalidades duradouras, mediante a concessão de estabilidade a essas aglomerações, visto que o limite temporal de vida dos indivíduos que as compunham, no momento de sua formação, não era suficiente para que o objetivo almejado fosse alcançado.

Perceba-se que a separação entre os patrimônios dos sócios e da sociedade somente se justifica pela necessidade de garantir a continuidade da empresa, enquanto atividade econômica. Posto isso, a doutrina é relativamente pacífica quanto à possibilidade de ignorar-se o “véu da personalidade”⁹ como forma de responsabilizar os sócios pelos abusos eventualmente cometidos.¹⁰ Esse resultado é obtido

6 GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

7 SILVA, Austréia Magalhães Candido da. *Da Lex Julia de Collegiis e seus efeitos sobre a responsabilidade patrimonial das corporações romanas*. Tese de Doutorado. Universidade de São Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2131/tde-17052017-164545/en.php>>. Acesso em: 12.09.2019.

8 Loc. cit.

9 REQUIÃO, Rubens. Op. cit. p. 10-24.

10 GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

pela técnica conhecida como desconsideração da personalidade jurídica, ou *disregard doctrine*, que foi introduzida no direito Brasileiro por Rubens Requião como forma de compatibilizar a autonomia patrimonial com os primados éticos que balizam o ordenamento jurídico pátrio.¹¹ Posto isso, a desconsideração não configuraria uma negação da personalidade jurídica, mas o reforço de sua finalidade, uma vez que a atuação contrária às disposições legais e estatutárias por parte dos sócios não deveria ser imputada à sociedade, mas aos próprios sócios.¹² A teoria da desconsideração é tratada por duas vertentes no âmbito da doutrina, quanto aos pressupostos para sua aplicação. A teoria maior prescreve que o julgador somente pode ignorar os limites da personalidade jurídica para impedir sua utilização como instrumento de abusos e fraudes; já a teoria menor defende que basta a ocorrência de prejuízo a credores para permitir a desconsideração.¹³ Percebe-se, assim, que a teoria maior adotou um paradigma subjetivista para a análise da possibilidade de desconsideração, tomando como ponto decisivo a intenção de fraudar, por parte dos sócios.¹⁴ Demonstração disso pode ser observada na manifestação do Superior Tribunal de Justiça (STJ) no julgamento do REsp nº. 1.526.287/SP, *in verbis*:

Para a aplicação da teoria maior da desconsideração da personalidade jurídica exige-se a comprovação de que a sociedade era utilizada de forma dolosa pelos sócios como mero instrumento para dissimular a prática de lesões aos direitos de credores ou terceiros – seja pelo desrespeito intencional à lei ou ao contrato social, seja pela inexistência fática de separação patrimonial –, o que

11 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, v. 2, p. 60.

12 GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

13 Loc. cit.

14 COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 66.

deve ser demonstrado mediante prova concreta e verificado por meio de decisão fundamentada.¹⁵ A jurisprudência nacional adotou a teoria maior da desconsideração, exigindo robusto corpo probatório para que seja autorizada,¹⁶ sob pena de tornar-se inócua a limitação da responsabilidade dos sócios, conferida pela legislação brasileira.

Decorre logicamente de tal situação que a necessidade de dilação probatória impede que a desconsideração seja realizada por meio de simples despacho em processo judicial, sendo imprescindível a participação dos sócios a quem se pretende responsabilizar.¹⁷ Não se trata de exigir ação específica objetivando tão somente a desconsideração, mas é necessário que seja garantido ao sócio o direito constitucional ao contraditório quanto aos fatos a ele imputados, antes que tenha seu patrimônio alcançado para saldar as dívidas da sociedade.¹⁸ A despeito disso, em algumas situações específicas, o STJ entendeu ser possível a desconsideração independentemente de cita-

15 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.526.287/SP. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andriighi. Data de Julgamento: 16 mai. 2017. Data de Publicação: 26 mai. 2017.

16 Nesse sentido ver: BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Embargos de Divergência no Recurso Especial nº. 1.306.553/SC. Segunda Seção. Relatora: Ministra Maria Isabel Gallotti. Data de Julgamento: 10 dez. 2014. Data de Publicação: 12 dez. 2014; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº. 937.023/PR. Quarta Turma. Relator: Ministro Antonio Carlos Ferreira. Data de Julgamento: 06 out. 2016. Data de Publicação: 13 out. 2016; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Agravo em Recurso Especial nº. 757.873/PR. Terceira Turma. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de Julgamento: 15 dez. 2015. Data de Publicação: 03 fev. 2016; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno nos Embargos de Declaração no Agravo em Recurso Especial nº. 960.926/SP. Terceira Turma. Relator: Ministro Marco Aurélio Bellizze. Data de Julgamento: 13 dez. 2016. Data de Publicação: 02 fev. 2017; BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Interno no Agravo em Recurso Especial nº. 472.641/SP. Quarta Turma. Relator: Ministro Raul Araújo. Data de Julgamento: 21 fev. 2017. Data de Publicação: 05 abr. 2017; e BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial nº. 1.496.638/SP. Terceira Turma. Relator: Ministro Moura Ribeiro. Data de Julgamento: 20 out. 2016. Data de Publicação: 28 out. 2016.

17 COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 78-80.

18 GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

ção. Ocorre que nas situações julgadas tratava-se de pessoas jurídicas simuladas em que um mesmo indivíduo constituía sociedades que sucediam a outras, mantendo-se os mesmos sócios, mesmo estabelecimento, mesmo patrimônio, e por vezes a mesma identidade visual.

Nestes casos, concluiu-se que “a utilização de duas razões sociais para a mesma empresa comercial não afasta a óbvia conclusão de que, na hipótese, existe apenas uma pessoa jurídica”.¹⁹ Percebamos que, naqueles casos, decidiu-se pela desnecessidade de promover a citação dos sócios pois já participavam da relação processual como presentantes das sociedades falidas, optando o julgador, pela prevalência da realidade dos fatos analisados sobre a configuração jurídico-formal adotada.

Por fim, considerando todo o exposto, a responsabilidade do patrimônio da pessoa jurídica, bem como a do patrimônio dos sócios, deve ser limitada proporcionalmente ao âmbito dos prejuízos causados pelo abuso ou fraude. “Pensar de modo diferente é dar-se o primeiro passo na rota obscura do autoritarismo e da insegurança jurídica”.²⁰ Esse parece ser o entendimento que melhor compatibiliza a proteção aos sócios e os interesses da sociedade.

1.2. Operação de *sale and lease back*.

Outro instituto fundamental à análise do caso que será apresentado é o que foi denominado de *lease back*. Conceitualmente, deve-se ter em mente que *lease back* foi utilizado no julgamento como sinônimo da operação de *sale and lease back*. Ocorre que tal conceituação não é precisa, uma vez que o *lease back* é somente uma

19 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Ordinário em Mandado de Segurança nº. 12.872/SP. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 24 jun. 2002. Data de Publicação: 16 dez. 2002.

20 TEPEDINO, Gustavo *apud* GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

das etapas da operação.²¹ Em um primeiro momento, tal diferenciação pode parecer preciosismo, ocorre que a operação somente se justifica quando consideradas todas as fases, quais sejam: a venda de determinado bem a um investidor (*sale*) e seu posterior arrendamento ao vendedor (*lease back*), usualmente com a previsão da possibilidade de renovação do arrendamento ou recompra do bem ao final de sua vigência.²² Deste modo, enquanto no *leasing* tradicional, o contrato assemelha-se a um contrato de locação seguido (não obrigatoriamente) de uma compra e venda,²³ na operação de *sale and lease back* é adicionada uma etapa anterior, qual seja, a venda do bem do arrendatário ao arrendador.

Esse tipo de operação pode ser utilizado como mecanismo de capitalização de sociedades em que a dimensão do ativo imobilizado²⁴ diminui sua liquidez, dificultando a realização de operações com terceiros e o pagamento de suas obrigações rotineiras.

Como exemplo, pode-se pensar em uma situação hipotética em que um produtor rural possui a maior parte de seu patrimônio concentrada nas terras que usa para produzir e na lavoura plantada, ora, seus credores dificilmente receberiam em pagamento de suas obrigações em parcelas da lavoura que sequer foi colhida, não seria possível antecipar a colheita para conceder liquidez a tal patrimônio, porém é possível que o proprietário realize o *sale and lease back* em

21 PANUCCI FILHO, Roberto. Lease-Back. Dissertação (Mestrado) Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2014.

22 Loc. cit.

23 Tal conceituação, apesar de simplista, pode ser útil à demonstração aqui pretendida, e foi apresentada por COELHO, Fábio Ulhoa. Op. cit. p. 163.

24 “[...] ativo imobilizado é o item tangível que (item 6 –definições): é mantido para uso na produção ou fornecimento de mercadorias ou serviços, para aluguel a outros, ou para fins administrativos; e se espera utilizar por mais de um período”. ECKERT, Alex; MECCA, Marlei Salete; BIASIO, Roberto; SOUZA, Karmine Mattuiz de. Normas Contábeis De Reconhecimento E Mensuração Do Ativo Imobilizado: Impacto Em Empresas De Bens Industriais Gaúchas Listadas Na Bm&Fbovespa. *Revista de Contabilidade e Controladoria*. Curitiba: Universidade Federal do Paraná, v. 4, n. 2, p. 69-89, mai./ago. 2012.

relação às suas terras, transferindo-as a terceiros (recebendo seu valor em dinheiro como contraprestação), porém mantendo-as em sua posse para dar continuidade à atividade econômica que exerce.

Do ponto de vista do arrendador, esse tipo de operação oferece maior segurança quanto ao adimplemento das obrigações do arrendatário, em comparação com operações financeiras que poderiam alcançar resultado semelhante utilizando tal bem como garantia.²⁵ Tal segurança pode ser confirmada pelo fato de que o objeto do negócio passa a integrar o patrimônio do arrendador no início da operação, bastando a reintegração de posse para satisfazer seus créditos.²⁶ Tratando-se de empresas em crise financeira, ou crise de liquidez, as dificuldades de acesso a crédito podem agravar a situação, comumente culminando na falência da sociedade empresária.²⁷ Isso porque, em caso de fracasso no enfrentamento de tal crise, entra em cena o regramento excepcional falimentar, regulado no Brasil pela Lei nº. 11.101 de 2005.²⁸ Segundo a norma, os créditos com garantia real, que em outros contextos seriam considerados seguros, passam à segunda posição no concurso de credores, somente sendo pagos após o adimplemento de todas as obrigações extraconcursais e também dos créditos derivados da legislação do trabalho.

Nesse tipo de situação, os agentes do sistema financeiro recebem pouco ou nenhum incentivo à disponibilização de crédito à sociedade empresária, e o *sale and lease back* pode representar uma

25 “Discute-se na literatura econômica se tal mecanismo [*sale and lease back*] seria um meio complementar ou substituto de outras formas de financiamento, como o mercado de capitais (equity) ou de dívida (debt)” PANUCCI FILHO, Roberto. Op. cit.

26 RAMOS, André Luiz Santa Cruz. *Direito Empresarial Esquematzado*. 6. ed. São Paulo: Forense, 2016, p. 670.

27 TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: Falência e Recuperação de Empresas*. v. 3. São Paulo: Atlas, 2011.

28 BRASIL. Lei nº. 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Brasília, 2005. Disponível em: «http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Lei/L11101.htm». Acesso em: 12.09.2019.

importante, se não a única, possibilidade de sobrevivência de empresa em crise, uma vez que sua realização tende a depender menos da credibilidade e liquidez do arrendatário, e mais do valor do bem a ser arrendado.²⁹ Posto isso, percebe-se que decorre da própria natureza desse tipo de operação a alienação de patrimônio expressivo da sociedade, uma vez que sua complexidade o tornaria pouco atrativo para negociações de menor valor. Considerando isso, além do evidente risco a que está submetido o credor, é compreensível que se estabeleçam critérios e parâmetros de utilização e conservação do bem objeto do contrato.

Não seria razoável submeter o arrendador ao arbítrio do arrendatário quanto à utilização e administração dos bens que passam a ser de propriedade daquele, a despeito de permanecerem na posse deste. Nestas situações, a doutrina defende que a interpretação da norma deve considerar o sentido que mais se adequa à realidade em que se inserem os fatos analisados. No caso do contrato objeto do presente estudo, seu objetivo principal nos parece ser a concessão de crédito ao empresário em crise, garantindo segurança jurídica ao credor, de modo que é inerente ao *sale and lease back* o alinhamento de algumas balizas quanto à atuação das partes, de modo a garantir o regular processamento da operação.

2. Extensão dos efeitos da falência no REsp nº. 1.259.020/SP.

O caso do qual este artigo trata se refere ao processo de falência da sociedade empresária Petroforte Brasileiro Petróleo Ltda., tendo como tese a possibilidade de extensão dos efeitos da falência de uma sociedade a outras que, segundo as informações constantes nos autos, não pertenciam ao mesmo grupo econômico. Nesse sentido, o

²⁹ É justamente nesse tipo de contexto que se afirma que tenha surgido o *sale and lease back* no mercado brasileiro, como remédio à crise de liquidez decorrente da imobilização dos investimentos das empresas durante o governo de Juscelino Kubitschek, segundo PANUCCI FILHO, Roberto. Op. cit.

próprio STJ partiu do pressuposto de que as sociedades afetadas pela extensão dos efeitos da falência pertenciam a um grupo econômico diverso do da sociedade falida.³⁰ Segundo as informações dispostas no acórdão,³¹ a sociedade Sobar S.A. – Álcool e Derivados, pertencente ao grupo Petroforte, realizou operação de *Sale and Lease Back* com Rural Leasing Arrendamento Mercantil, pela qual a primeira transferiu “a propriedade do imóvel (por escritura aparentemente não registrada no Registro de Imóveis competente) e dos equipamentos nele instalados”,³² em contrapartida, recebeu o pagamento de R\$ 16.000.000,00.

Nesse período, Rural Leasing transferiu a Securinvest os direitos creditórios referentes a tal contrato, que, por sua vez, utilizou os bens para integralizar ações destinadas ao aumento de capital de Turvo Participações. Ocorre que Turvo Participações teria sido constituída por River South (pertencente aos antigos proprietários de Sobar) e Securinvest.

2.1. Da análise do caso concreto.

Da análise de alguns documentos disponíveis sobre o processo³³ que deu origem ao REsp nº. 1.259.020/SP percebe-se que a desconsideração da personalidade jurídica foi utilizada no caso concreto como remédio universal, tendo desencadeado a falência de diversas

30 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.259.020-SP. Quarta Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 9 ago. 2011. Data de Publicação: 28 out. 2011.

31 Loc. cit.

32 Loc. cit.

33 A análise apresentada neste artigo foi baseada nas informações públicas quanto ao processo nº. 0074201-23.2001.8.26.0100, que tramita frente à 3ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do TJSP. Disponível em: <https://esaj.tjsp.jus.br/cpopg/show.do?processo.codigo=2SZX3DYQH0000&processo.foro=100&uuidCaptcha=sajcaptcha_a51c895d5f2c4125be7daedee34c2803>. Acesso em: 05.04.2019.

sociedades com algum tipo de vínculo negocial com a falida, muitas vezes reportando-se apenas às razões apresentadas pelo síndico.³⁴ Vale repisar que não se busca avaliar o acerto das conclusões a que chegou o juízo, nem tampouco a justiça da decisão, mas tão somente identificar as razões presentes nos autos que levaram o judiciário a decidir de tal forma. Para isso, parte-se da premissa de que as decisões judiciais geram normas aplicáveis ao caso concreto, e estas normas devem ser aplicáveis a quaisquer outros “casos em que haja identidade de circunstâncias situacionais”.³⁵

Assim, deve-se analisar a expressão “promiscuidade” (seja das relações entre a falida e seus sócios, seja da falida com outras sociedades) usada para fundamentar boa parte das decisões que estenderam os efeitos da falência a outras companhias. A despeito de louvável a busca por justiça, tal expressão tem claro caráter valorativo, sendo imprescindível que seja “densificada”³⁶ no caso concreto, por meio da descrição das circunstâncias que caracterizaram a “promiscuidade”, a ponto de gerar a possibilidade de que a falência de uma sociedade possa ser estendida a outras.

No caso específico que foi objeto do REsp nº. 1.259.020-SP, os efeitos da falência de Petroforte Brasileiro Petróleo Ltda. foram estendidos a Securinvest Holdings S.A., por conta da operação realizada por meio de *sale and lease back*. Conforme demonstrado anteriormente, a operação de *sale and lease back* tem como sua essência a transferência da propriedade de determinado bem (ou conjunto de bens) de uma sociedade a um terceiro, porém com a manutenção da posse na própria alienante.

34 Como exemplos da utilização dos institutos da desconsideração e extensão dos efeitos da falência ver os despachos proferidos nos autos do processo nº. 0074201-23.2001.8.26.0100 em: 17.07.2006; 22.08.2006; 02.02.2007; 24.05.2007; 17.07.2007; 04.09.2007; 07.02.2008, dentre outros.

35 FILHO, Roberto Freitas. *Princípios, intervenção judicial nos contratos e aplicação dos princípios e das cláusulas gerais*. Porto Alegre: Safe, 2009, p. 149.

36 FILHO, Roberto Freitas; e LIMA, Thalita Moraes. *Metodologia de Análise de Decisões – MAD*. Univ. JUS, Brasília, n. 21, p. 1-17, jul./dez. 2010.

Aos olhares desatentos de um terceiro, a operação, vista isoladamente, poderia se assemelhar a uma vil tentativa de esvaziamento do patrimônio de uma empresa com problemas financeiros por meio da simulação da alienação de seus bens. Ocorre, porém, que tal operação pode ser justamente o remédio para solucionar tal crise, uma vez que concede liquidez a ativos que estavam imobilizados,³⁷ não podendo ser utilizados para saldar as obrigações da sociedade.

Ao se considerar a complexidade desse tipo de operação, fica evidente que, como em qualquer contrato bilateral, os interesses de arrendatária e arrendadora devem estar alinhados desde o início das negociações. Visto isso, o questionamento levantado é, a partir de que ponto esse alinhamento de interesses passa a ser suficiente para caracterizar “influência que uma sociedade pode ter nas decisões de políticas financeiras ou operacionais da outra”,³⁸ a ponto de se reconhecer a coligação.

Por exemplo, em que medida a imposição parte da arrendadora de exigência (ou vedação) de determinadas condutas pela arrendatária descaracterizaria sua relação, de meramente contratual para configurar a relação “societária”.

2.2. Da “nova roupagem” da desconsideração da personalidade jurídica.

O precípuo argumento apresentado pela ministra relatora em seu voto, no acórdão recorrido, foi a necessidade de adaptação da *desregard doctrine* para fazer frente às “modernas lesões, promovidas com base em novos instrumentos societários”.³⁹

37 PANUCCI FILHO, Roberto. Op. cit.

38 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.259.020-SP. Quarta Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 9 ago. 2011. Data de Publicação: 28 out. 2011.

39 Loc. cit.

Examinando a construção deste argumento apresentado pela relatora sob a ótica científica da Metodologia de Análise de Decisões⁴⁰ é possível verificar a existência de duas expressões eminentemente valorativas que carecem de maiores explicações.

Primeiramente deve-se analisar a expressão “novos instrumentos societários”, que foi utilizada para justificar a necessidade de atualizar a teoria da desconsideração da personalidade jurídica. Historicamente, a doutrina aponta que o *sale and lease back* foi introduzido à economia Brasileira na década de 1960, para fazer frente à crise de liquidez criada pelos maciços investimentos realizados em imóveis pelas empresas como tentativa de resguardar-se do processo inflacionário desencadeado pelo Plano de Metas de Juscelino Kubitschek.⁴¹ Ora, considerando que a *disregard doctrine* tem como uma de suas primeiras, e principais, publicações o artigo “Abuso de direito e fraude através da personalidade jurídica”, que foi escrito por Rubens Requião em 1969, percebe-se facilmente que o *sale and lease back* é anterior à própria teoria da desconsideração da personalidade jurídica, no direito nacional.

Posto isso, é frágil a argumentação de que a utilização de tal “instrumento societário” pudesse justificar a necessidade de uma atualização da teoria que foi trazida ao panorama jurídico quando o contrato de *sale and lease back* já estava presente no contexto jurídico pátrio.

Outra expressão cuja vagueza merece atenção especial é a “nova roupagem” dada pelo STJ à desconsideração da personalidade jurídica. A doutrina pátria é farta quanto à *disregard doctrine*, conforme exposto no tópico anterior, de modo que a suposta necessidade de atualização de tal teoria carece de vasta fundamentação, a fim de delimitar quais seriam os contornos desta “nova teoria da desconsideração”.

40 FILHO, Roberto Freitas; e LIMA, Thalita Moraes. Op. cit. p. 1-17.

41 PANUCCI FILHO, Roberto. Op. cit. p. 37.

O direito brasileiro elegeu como requisitos para a desconsideração: a existência de confusão entre o patrimônio dos sócios e da sociedade; ou a sua utilização com desvio de finalidade.⁴² Além disso, a lógica fundamental da teoria da desconsideração determina que seu objetivo é “desvendar os sócios, através da pessoa jurídica, e a considerá-los como dominantes da sociedade”,⁴³ sendo que parte da doutrina, bem como a jurisprudência pátria entende ser possível, excepcionalmente, alcançar sociedades pertencentes ao mesmo grupo econômico.⁴⁴ Ocorre que, nesse tipo de situação, o que embasaria o atingimento de sociedade alheia à relação jurídico-processual seria a existência de sócios comuns entre elas, de modo que seria possível estabelecer uma ligação societária indireta entre elas. Tal entendimento pode ser extraído, por exemplo, da leitura do voto do ministro relator no REsp nº. 228.357/SP⁴⁵ (utilizado para fundamentar o acórdão objeto do presente estudo) ao reproduzir trecho do acórdão originário do Recurso Especial que informa que os sócios das sociedades a quem se pretendia estender a falência eram praticamente idênticos.

É de se ressaltar que, mesmo nesses casos, não se afastariam a necessidade de demonstração dos requisitos para a desconsideração, quais sejam: o abuso da personalidade jurídica e a confusão patrimonial. Além disso, da leitura do referido julgado depreende-se que também seria exigível a existência de unidade de interesses e direção, não bastando o simples alinhamento de interesses diversos.

42 BRASIL. Lei nº. 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União, Poder Legislativo, Brasília, DF, 10 jan. 2002. Disponível em: «http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm», Art. 50.

43 RAMALHETE, (1984, p. 10) *apud* GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

44 Como crítica a tal posicionamento ver: LOBO, Jorge. Extensão da Falência e o Grupo de Sociedades. *Revista da EMERJ*, v. 12, n. 45, 2009. p. 74-86.

45 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 228.357/SP. Terceira Turma. Relator: Ministro Castro Filho. Data de Julgamento: 09 dez. 2003. Data de Publicação: 02 fev. 2004.

Afirma-se aqui que a lógica fundamental da *disregard doctrine* aponta nesse sentido pois o principal objetivo da personificação de uma sociedade, conforme demonstrado anteriormente, é a separação entre seu patrimônio e o de seus sócios. Ora, posto isso, a desconsideração teria como limitação lógica o desfazimento de tal separação, pensar em sentido contrário poderia acarretar em enriquecimento ilícito por parte da sociedade cuja personalidade foi desconsiderada, por trazer a seu patrimônio bens que jamais a pertenceriam, seja no mundo jurídico, seja no campo fático.

Assim, devemos memorar a lição trazida por Ada Pellegrini Grinover, ao afirmar que a aplicação da desconsideração não pode ser banalizada, “e não é panacéia para todos os males de credores em face de possíveis devedores”,⁴⁶ sob pena de se tornar inócua toda a proteção concedida pelo legislador quanto à limitação dos sócios frente às obrigações da sociedade.

Conclusão.

Com base nas informações apontadas, percebe-se que, no caso em análise, o STJ apontou para a necessidade de uma “atualização” da *disregard doctrine* a fim de possibilitar a aplicação dos efeitos da falência a uma sociedade que não possuía identidade de sócios com a falida, nem tampouco parece ter sido demonstrado de que forma Securinvest detinha o poder de influenciar “nas decisões de políticas financeiras ou operacionais” do grupo Petroforte.

Destaque para a decisão proferida no Agravo de Instrumento julgado pela do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo (TJSP), no qual somente foi feita uma referência vaga, afirmando que “o MM Juiz de primeiro grau dispunha de elementos suficientes para embasar seu convencimento”.⁴⁷ Ora, tal fundamentação é diametralmente

46 GRINOVER, Ada Pellegrini. Op. cit. p. 53-68.

47 SÃO PAULO. Tribunal de Justiça de São Paulo. Agravo de Instrumento nº. 531 742-4/8-00-SP.

contrária ao que determina a jurisprudência e a doutrina ao exigir prova robusta da utilização da personalidade jurídica para o cometimento de fraude.⁴⁸ A despeito disso, não é objetivo desse artigo a análise das provas que embasaram a decisão, mas os argumentos jurídicos apresentados. A decisão do TJSP invocou dois julgados para fundamentar a possibilidade de extensão da quebra a terceiros: RMS nº. 16.105/GO⁴⁹ e REsp nº. 228.357/SP.⁵⁰

Ocorre que o primeiro julgado trata da extensão da quebra a sociedades pertencentes ao mesmo grupo econômico, caso em que há clara ligação societária. Já o segundo julgado trata de situação em que há “confusão patrimonial entre sociedades formalmente distintas”,⁵¹ o que não foi sequer alegado no caso em análise.

Da decisão da extensão da falência decorreram outras, nos mesmos autos, inclusive determinando que a responsabilidade de Securinvest não deveria ser limitada ao valor dos negócios fraudulentos que realizou com a primeira falida, podendo alcançar a totalidade de seu patrimônio, indo de encontro à teoria da Desconsideração, conforme apontado anteriormente.

Porém, os mais perigosos efeitos dizem respeito às operações de *sale and lease back*, que antes eram instrumentos seguros para o arrendador e garantiam o acesso a recursos às empresas em crise com

Primeira Câmara de Direito Privado. Relator: Desembargador. Elliot Akel. Data de Julgamento: 30 set. 2008. Data de Publicação: 10 nov. 2008.

48 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.526.287/SP. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 16 mai. 2017. Data de Publicação: 26 mai. 2017.

49 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Ordinário em Mandado de Segurança nº. 16.105/GO. Terceira Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 19 ago. 2009. Data de Publicação: 22 set. 2009.

50 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 228.357/SP. Terceira Turma. Relator: Ministro Castro Filho. Data de Julgamento: 09 dez. 2003. Data de Publicação: 02 fev. 2004.

51 Loc. cit.

relativa garantia quanto a seu pagamento, mesmo em caso de falência da devedora.⁵² A leitura dos argumentos apresentados no Recurso Especial permite a interpretação de que o alinhamento de interesses entre a sociedade arrendatária e a arrendadora nos contratos desse tipo pode configurar a existência de coligação entre elas.

Da mesma forma, uma interpretação rasa poderia levar a entender que a transferência da propriedade a terceiros, sem a efetiva entrega da posse, poderia ter caracterizado confusão patrimonial entre as sociedades, justificando a desconsideração. Ora, esta é a exata descrição da situação fática esperada após a conclusão regular de uma operação de *sale and lease back*, não sendo razoável concluir que a celebração de um contrato reconhecido no ordenamento jurídico de diversos países, inclusive no próprio Brasil, configure *per se* infração à lei.

Além disso, conforme exposto anteriormente, a insegurança jurídica das instituições que oferecem crédito no mercado tende a impactar negativamente na qualidade do financiamento disponível ao empresariado brasileiro.⁵³ Com isso, ao decretar a quebra da instituição financeira que realiza o *sale and lease back* com alguma sociedade em crise financeira sem delimitar quais seriam as situações específicas que culminaram em tal decretação, o judiciário acaba por criar um ambiente que favorece ao aumento dos juros, redução dos prazos e exigência de garantias mais robustas neste tipo de contrato.

Comparando esta situação com os mecanismos tradicionais de financiamento empresarial, percebe-se uma completa inversão nos panoramas, no seguinte sentido: anteriormente, os meios tradicionais submetidos a garantia real seriam considerados arriscados, em se tratando de empresas em crise, devido à sua posição no quadro geral de credores da falência, surgindo o *sale and lease back* como alternativa

52 RAMOS, André Luiz Santa Cruz. Op. cit. p. 670.

53 CICOGNA, Maria Paula Vieira; JUNIOR, Rudinei Toneto; DO VALLE, Maurício Ribeiro. Op. cit. p. 52-63.

viável; porém, frente a este entendimento encampado pela corte superior, este tipo de contrato poderá oferecer risco ainda maior ao credor, uma vez que, além de não receber o valor de seu crédito nem ter o bem restituído, é possível que tenha sua própria falência decretada em razão da operação realizada.

Em conclusão, nos parece claro que a mácula presente no acórdão estudado⁵⁴ não está nas conclusões a que se chegou, é evidente que o indivíduo que se utiliza de instrumentos lícitos para a realização de uma finalidade ilícita deve ser responsabilizado.⁵⁵ Porém o direito brasileiro consagra que as conclusões a que chega o julgador são legitimadas por seus fundamentos, esta seria a pedra de torque do dever de fundamentação das decisões. Deste modo, o acórdão nos parece padecer de déficit de justificação, além do que a replicação da norma jurídica extraída de seus fundamentos e conclusões pode gerar efeitos mais danosos à sociedade do que a fraude perpetrada pela sociedade a que foi estendida a falência.

54 BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº. 1.259.020/SP. Quarta Turma. Relatora: Ministra Nancy Andrighi. Data de Julgamento: 09 ago. 2011. Data de Publicação: 28 out. 2011.

55 MAXIMILLANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do Direito*. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 166.

Normas para publicação de artigos na RSDE

1. Os trabalhos para publicação na Revista Semestral de Direito Empresarial – RSDE deverão ser inéditos e sua publicação não deve estar pendente em outro local.
2. Os trabalhos deverão ser enviados em arquivos no formato “.DOC” para os e-mails: mmenezes@bocater.com.br e scampinho@campinhoadv.com.
3. Os artigos deverão 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. Em caso de haver alíneas, estas iniciam a 2,5 cm da margem (para transcrições longas, observar a alínea “h” abaixo);
 - (f) Espaçamento: antes e depois: 0 pt.; entrelinhas: espaço de 1,5 linha 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, corpo 10 para notas de rodapé; cor: preta;
 - (h) Transcrições longas (mais de 3 linhas): escritas em parágrafo independente, com recuo a 4cm da margem esquerda, sem aspas; tamanho da fonte: 10 (o trecho não deverá ser transcrito em “itálico” ou “negrito”, salvo em caso de expressão grifada pelo autor, caso em que deverá ser incluída ao final do texto transcrito a expressão “grifos do autor”); Espaçamento entrelinhas: simples;
 - (i) Transcrições curtas (até 3 linhas, inclusive): deverá 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;
 - (c) referências a citações, as quais serão feitas em notas de rodapé, seguindo o seguinte padrão: SOBRENOME DO AUTOR, Nome do Autor. *Título da Obra*. Cidade: Editora, Ano, p. [página]; e
 - (d) no mínimo de 15 e máximo de 30 páginas. Não será necessária a indicação de bibliografia ao final do artigo.
5. As regras de padronização não especificadas neste roteiro deverão observar o “Roteiro para apresentação das teses e dissertações da Universidade do Estado do Rio de Janeiro”, divulgado em 2007, disponível no endereço eletrônico http://www.cepeduerj.org.br/roteiro_uerj_web.pdf.
6. Os Conselhos Editorial e Executivo da Revista reservam-se o direito de propor modificações ou devolver os trabalhos que não seguirem essas normas. Todos os trabalhos recebidos serão submetidos aos Conselhos Editorial e Executivo da Revista, aos quais cabe a decisão final sobre a publicação.