UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL

MAIARA MADUREIRA

**LIMITAÇÕES À AUTONOMIA PRIVADA NOS
ESTATUTOS DAS COMPANHIAS ABERTAS**

SÃO PAULO
2014

MAIARA MADUREIRA

**LIMITAÇÕES À AUTONOMIA PRIVADA NOS
ESTATUTOS DAS COMPANHIAS ABERTAS**

Dissertação apresentada à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo para
a obtenção do título de Mestre em Direito
Comercial.

Orientação: Prof. Dr. Paulo Salvador
Frontini

**SÃO PAULO
2014**

FOLHA DE APROVAÇÃO

Nome: Maiara Madureira

Título: Limitações à autonomia privada nos estatutos das companhias abertas

**Dissertação apresentada à Faculdade de Direito da
Universidade de São Paulo para a obtenção do título de Mestre
em Direito Comercial.**

Aprovada em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

Prof. Dr. _____ Instituição: _____

Julgamento: _____ Assinatura: _____

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Ao professor Paulo Salvador Frontini, por guiar meus passos ao longo deste trabalho, identificando dilemas e questões as mais diversas, e provocando a curiosidade necessária para que esta pesquisa fosse sempre aprimorada.

Ao professor Eduardo Secchi Munhoz, pelas aulas que mais forneceram subsídios para minha pesquisa e pelas observações e críticas feitas na banca de qualificação. Sem elas, tenho dúvidas sobre o que teria se tornado este trabalho. Também pelas sugestões e observações realizadas em minha banca de qualificação, não posso deixar de agradecer ao professor Rodrigo Broglia Mendes, que me forneceu os subsídios metodológicos utilizados ao longo desta pesquisa.

Aos professores Francisco Satiro Souza Junior, José Marcelo Martins Proença, Paula Andrea Forgioni, Newton de Lucca, Mauro Rodrigues Penteado, pelas lições transmitidas ao longo de minha graduação e pós-graduação.

A Eli Loria, por me incentivar a sempre continuar estudando e me instigar quanto ao tema do presente trabalho, e, também, por sempre estar disposto a compartilhar o conhecimento adquirido em sua larga experiência.

A Otavio Yazbek, por sempre estar disponível para uma conversa, um debate, uma lição.

A Marcos Galileu Lorena Dutra, Margareth Noda, Márcia Tanji, Flávia Hana Matsumoto Hotta, Ilene Patricia Noronha Najarian e Eduardo Del Nero Berlendis, por me apresentarem o caminho apaixonante do direito societário e do mercado de capitais.

A Carlos Alberto Rebello, Patrícia Pellini, Jorge Tambucci, Nelson Ortega, André Pitta, Maria Clara Troncoso, Celso Roberto Pereira Filho, Monica Palomo Rodrigues e Débora de Araújo, por compartilharem meus dias de trabalho e estudos e por permitirem que eu sempre estivesse em contato com a prática de meu objeto de estudo.

Aos amigos Luciano Frezzatto e Weber Neves e aos franciscanos mais *sui generis* que eu poderia ter conhecido: Yuri Nabeshima, Fernanda Gomes, Fernanda

Borges, André Marques, Carolina Abreu, Ana Carolina Cupido, Alexandre Miguel, Daniela Oliveira, Danilo Ortega, Eduardo Kotaque, Adriano Uehara, Felipe Godoy, Barbara Kobayashi, Denise Batista, Bruno Basso, Carolina Yoko, Carolina Cutrupi, Diego Fernandes, por estarem sempre a meu lado, mesmo quando eu não podia estar com eles.

A minha família – meus pais Eliana e Mauri e meu irmão Bruno -, e à família para a qual estou entrando - Hélio, Lúcia e Carlos, pelo apoio incondicional, pelo carinho, e pela paciência.

A Hélio Rubens de Oliveira Mendes, por tudo – o que não é pouco.

RESUMO

Não obstante os empresários tenham autonomia para decidir pela celebração ou não de um contrato e pela determinação de seu conteúdo, tem se verificado, hodiernamente, uma crescente limitação dessa autonomia. As companhias abertas, objeto de análise do presente trabalho, resultantes da celebração de contrato de sociedade, devem observar, além das disposições aplicáveis ao direito contratual e ao direito societário, as regulamentares emanadas pela CVM. Conforme aplicável, devem observar, ainda, as normas decorrentes da autorregulação e imposições decorrentes de contratos celebrados com as entidades administradoras de mercados.

Tais regras têm sua razão de ser: surgiram em contextos econômicos, sociais e políticos específicos visando a tutelar determinados valores elencados como primordiais.

Assim, o presente trabalho tem por objetivo analisar as limitações à autonomia privada impostas aos empresários na constituição das sociedades anônimas, especificamente no que se refere ao estabelecimento de cláusulas estatutárias de companhias abertas.

Para tanto, serão feitas análises sobre autonomia privada e suas limitações e sobre o desenvolvimento das companhias e do mercado de capitais brasileiro, permitindo-se a avaliação de quais interesses e valores foram considerados merecedores de tutela pelo ordenamento jurídico. Com esses fundamentos, será possível compreender a estrutura dos estatutos sociais das companhias abertas e quais as limitações impostas no estabelecimento das cláusulas estatutárias.

Palavras chave: autonomia privada, limitações, companhia aberta, estatuto social, mercado de capitais.

ABSTRACT

Although entrepreneurs have autonomy to celebrate or not a contract and to determine its content, it has been noted a gradually restriction of the mentioned autonomy. The publicly-held companies, object of the present study, originated from the conclusion of association contract, must observe, in addition to the contract law and corporate law provisions, the regulation issued by the Securities Commission. Besides, when applicable, publicly-held companies must be considered in accordance with self-regulation rules and other requirements as stated in listing contracts.

The arise of these rules can be explained by the occurrence of specific economic, social and political contexts, which demanded the protection of certain values considered as primaries.

Thus, the present dissertation aims to analyse the restrictions of the private autonomy entailed to entrepreneurs in setting up publicly-held companies, specifically when it concerns the establishment of by-laws clauses.

For that reason, we will proceed to the analysis of private autonomy and its limitations, as well as the development of Brazilian publicly-held companies and capital markets, in order to examine which interests and values must be protected by judicial and institutional system. With these considerations, we expect to reach a better understading about by-laws' framework and which are the restrictions imposed to the establishment of the referred clauses.

Key words: private autonomy; restrictions; publicly-held company, by-laws, capital markets.

LISTA DE ABREVIATURAS

ANA	Agência Nacional de Águas
ANAC	Agência Nacional da Aviação Civil
ANATEL	Agência Nacional de Telecomunicações
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro de Capitais
ANCINE	Agência Nacional de Cinema
ANEEL	Agência Nacional de Energia Elétrica
ANP	Agência Nacional do Petróleo
ANS	Agência Nacional de Saúde Suplementar
ANTAQ	Agência Nacional de Transportes Aquaviários
ANTT	Agência Nacional de Transportes Terrestres
ANVISA	Agência Nacional de Vigilância Sanitária
BACEN	Banco Central do Brasil
BM&FBOVESPA	Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CAF	Comitê de Aquisições e Fusões
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNPC	Conselho Nacional de Previdência Complementar
CNSP	Conselho Nacional de Seguros Privados
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
SPC	Secretaria de Previdência Complementar
SUSEP	Superintendência Nacional de Seguros Privados

ÍNDICE

Agradecimentos.....	5
Resumo.....	7
Abstract.....	8
Lista de abreviaturas	9
I. INTRODUÇÃO.....	10
II. AUTONOMIA PRIVADA	14
II.1 Conceito.....	14
II.2 Evolução	17
II.3 Limitações à autonomia privada.....	35
III. COMPANHIAS ABERTAS E MERCADO DE CAPITAIS	76
III.1 Origem das sociedades: das associações à limitação da responsabilidade	76
III.2 A atual configuração das companhias de capital aberto	85
III.3 As diferentes limitações à autonomia privada nos diversos tipos de sociedades	121
IV. LIMITAÇÕES À AUTONOMIA PRIVADA NOS ESTATUTOS DAS COMPANHIAS ABERTAS.....	130
IV.1 Natureza contratual dos estatutos sociais	130
IV.2 Elaboração, modificação e conteúdo dos estatutos sociais.....	134
IV.3 Premissas da análise dos estatutos sociais das companhias abertas	143
IV.4 Controle dos estatutos sociais.....	151
IV.5 Limitações à autonomia privada nos estatutos sociais das companhias abertas..	160
V. CONCLUSÃO.....	235
VI. BIBLIOGRAFIA	239

I. INTRODUÇÃO

A autonomia privada – conceito instrumental que vai investir a noção de negócios jurídicos – nada mais é que a liberdade de contratar. É o poder do homem de jurisdicizar sua atividade. Por meio da autonomia privada, o homem realiza livremente negócios jurídicos e determina seus respectivos efeitos.

Por meio da autonomia privada, o agente econômico celebra contratos, que, inseridos na ordem econômica, refletem sempre uma realidade de interesses, de relações, de situações econômico-sociais, relativamente aos quais cumpre, de diversas maneiras, uma função instrumental.

Também as companhias abertas, formadas a partir da celebração de contrato de sociedade, têm função evidentemente instrumental: foi a busca de objetivos econômicos que levou à sua criação e ao seu desenvolvimento. Por meio dela, a realidade econômica foi juridicamente formalizada, com a organização dos fatores de produção, a limitação de responsabilidade e a livre transmissibilidade dos valores mobiliários por ela emitidos.

Hodiernamente, as companhias abertas têm papel de grande relevo no capitalismo, contribuindo tanto para a circulação de bens como para o estabelecimento dos fluxos financeiros que, unindo poupadores a tomadores de recursos, mantém ativa a economia e é responsável pelo desenvolvimento econômico de um país.

A sociedade anônima é o ápice do desenvolvimento do direito societário, a forma mais complexa de sociedade, e, por abarcar interesses diversos e ter influência sobre o mercado como um todo, está sujeita a uma disciplina jurídica mais rígida que outros tipos societários. A situação é ainda mais intrincada quando se trata das companhias de capital aberto: em razão da mobilização da poupança popular em favor do setor empresarial, é necessária uma sistemática que assegure aos acionistas o respeito a regras definidas e equitativas, sem, contudo, imobilizar o empresário em suas iniciativas.

Assim, não obstante o agente econômico tenha ampla liberdade para a constituição de uma sociedade por ações e, ainda, para a definição de sua estrutura e para a escolha dos valores mobiliários que serão emitidos, está sujeito a inúmeras regras de caráter cogente que visam à proteção do acionista e do mercado como um todo.

No Brasil, a proteção dos acionistas e investidores se dá não somente na seara legislativa, com as Leis 6.385/76 e 6.404/76, mas também por intermédio do Poder Regulamentar da CVM, da autorregulação das entidades de bolsa e de mercado de balcão, a quem incumbe, nos termos do parágrafo 1º do artigo 17 da Lei 6.385/76, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas, como órgãos auxiliares da Autarquia, e, finalmente, com a regulação por agentes reguladores privados, como a própria BM&FBOVESPA¹, por meio de seus segmentos especiais de listagem.

Assim, o princípio da autonomia privada, presente na constituição das companhias de capital aberto é colocado, em muitas ocasiões, em xeque. E é exatamente nessa zona cinzenta entre a autonomia do empresário e a proteção dos acionistas e do mercado em geral que se situa este trabalho.

É possível notar, ao longo do tempo, um movimento pendular em que hora tem mais força a autonomia privada, ora suas restrições. No entanto, como organizadora das relações econômicas, a autonomia privada continua sendo a força motriz do comércio e, conseqüentemente, do direito comercial.

Com o aumento do grau de complexidade das relações econômicas, restringe-se a liberdade dos agentes com o fim de garanti-la, para que os interesses de uns não se sobreponham aos interesses de outros e para que se garanta a segurança jurídica imprescindível às relações de mercado.

Nesse sentido são criados sistemas diferenciados com maior ou menor proteção de seus participantes, conforme a necessidade. É, destarte, possível perceber que há institutos menos regulamentados, com uma maior flexibilidade e, portanto, onde se pode observar uma maior autonomia dos agentes econômicos, e também institutos muito mais complexos, em que a autonomia é consideravelmente reduzida.

No que se refere às companhias abertas, cerne do presente trabalho, há notável convergência em favor do interesse coletivo, do mercado. Assim, quando se fala em companhias abertas, fala-se na confluência de diversos interesses, dentro e fora da

¹ A BM&FBOVESPA foi criada, após sua desmutualização, em maio de 2008, com a integração da BM&F (bolsa de derivativos) e da Bovespa (bolsa de ações). Considerando que, atualmente, é a única bolsa de valores mobiliários do Brasil, será utilizada, ao longo deste trabalho, a atual denominação, ainda que se trate de referência a período anterior à fusão ou desmutualização.

empresa, e de dentro e de fora da empresa, em especial no que se refere aos interesses relativos ao mercado de capitais, que suas atividades podem afetar sobremaneira. Daí os estatutos das companhias abertas estarem vinculados a normas cogentes impostas tanto pelo legislador como pelo regulador (e, algumas vezes, pelo autorregulador).

O presente trabalho tem por objetivo investigar as limitações à autonomia privada no estabelecimento das cláusulas dos estatutos sociais das companhias abertas, especialmente daquelas cujas ações são admitidas à negociação nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA, destacadamente o Novo Mercado, segmento com regras mais rígidas. Procura-se estudar quais as razões pelas quais a autonomia privada foi sendo limitada ao longo do tempo, seja pela legislação e regulamentação, seja pelos próprios entes privados, bem como as razões pelas quais a liberdade do empresário é, atualmente, restrita, submetendo-o, a regime rígido quando as atividades são exercidas por meio de sociedades por ações.

O trabalho está dividido em três capítulos. O primeiro deles analisa a autonomia privada como um todo, desde seu surgimento até as configurações atuais. Busca-se demonstrar o relacionamento da autonomia privada com o contexto econômico e identificar suas limitações ao longo do tempo, em decorrência da percepção de diversos valores e interesses merecedores de tutela pelo ordenamento jurídico. Também no primeiro capítulo analisam-se quais são as limitações à autonomia privada impostas ao regime contratual, seja por meio de lei, por meio do poder regulamentar de entidades da administração indireta ou até mesmo por outras entidades, especialmente no que se refere aos contratos mercantis, sujeitos a regime próprio.

O segundo capítulo cuida de uma apresentação do desenvolvimento das sociedades por ações, culminando no modelo atual de sociedade anônima – a macroempresa institucionalizada, inserida no sistema do mercado de capitais. O capítulo visa a apresentar o desenvolvimento desse tipo societário com base em seus objetivos econômicos, evidenciando a importância das características das sociedades por ações para o seu desenvolvimento e para o desenvolvimento do mercado de capitais. Este capítulo também trata do desenvolvimento da legislação e regulamentação aplicável às sociedades por ações, destacando os objetivos, especialmente políticos, que fundamentaram a promulgação das Leis nº 6.385/76 e 6.404/76.

O terceiro capítulo avaliará os estatutos sociais das companhias abertas com ações admitidas à negociação nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA,

identificando as limitações à autonomia privada pela legislação e pela regulamentação em vigor. A análise tomará por base as companhias com ações admitidas à negociação nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA, cujos estatutos têm estrutura e cláusulas, em grande parte, padronizadas.

Vale ressaltar a necessidade de se fazer um corte temático neste ponto do trabalho. Buscou-se identificar quais cláusulas deveriam estar presentes nos estatutos sociais, incluindo as cláusulas mínimas exigidas pelos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 de Governança Corporativa da BM&FBOVESPA, e quais as restrições impostas aos empresários quando de sua previsão. Não serão analisadas, contudo, questões relacionadas ao próprio funcionamento das sociedades por ações, bem como aos procedimentos, especialmente internos, adotados para a atuação dos órgãos societários, cujas responsabilidades também não foram estudadas.

Adicionalmente, a questão dos acordos de acionistas não será analisada, senão somente para situar os acordos de controle como negócio único, conjunto ao estatuto social, e, assim, sujeito às mesmas regras e limitações.

Considerando os objetivos do trabalho, também a análise histórica dos institutos societários foi limitada, tendo sido realizada somente quando necessária e restringindo-se à compreensão dos objetivos do instituto.

II. AUTONOMIA PRIVADA

II.1 Conceito

A autonomia privada pode ser vista sob diversos aspectos: *poder jurídico* particular de criar, modificar ou extinguir relações jurídicas, e, assim, causa do negócio, motivo pelo qual o agente econômico é levado a contratar; *princípio*, na medida em que traça as linhas gerais de todo o sistema de direito privado; e, por fim, *critério interpretativo*, na medida em que “faz presumir que, em matéria de direito patrimonial, as normas jurídicas são de natureza dispositiva ou supletiva”, e, no caso de serem cogentes, devem ser interpretadas restritivamente².

Embora parecidos e intimamente relacionados, não se confundem os princípios da autonomia da vontade e autonomia privada. Tanto assim que alguns autores, como Orlando GOMES, não se preocupam em fazer grandes distinções. O autor reconhece que muitos conceituam a autonomia da vontade como um aspecto da liberdade de contratar no qual o poder atribuído aos particulares é o de se traçar determinada conduta para o futuro, relativamente às relações disciplinares da lei³.

Essencialmente, o princípio da autonomia privada baseia-se no reconhecimento de uma esfera de soberania individual imanente ao direito civil que tem suas manifestações no princípio da liberdade, com referência à pessoa, na propriedade, com referência aos bens, e no contrato, com referência à atividade econômica⁴. Nesse sentido, constitui-se como um dos princípios fundamentais do direito privado, seja na seara cível ou na comercial, decorrendo, como demonstra AMARAL, dos conceitos de vontade e liberdade.

Com efeito, ainda que não se adentre na discussão filosófica dos conceitos de vontade ou liberdade, pode-se dizer que qualquer pessoa é movida pela vontade, a qual impulsiona e dirige determinado comportamento. Em alguns casos, essa vontade é capaz

² AMARAL, Francisco. *Direito Civil: Introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 348.

³ GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 25-6.

⁴ AMARAL, Francisco. Ob. cit., p. 351.

de produzir efeitos jurídicos, criando, modificando ou extinguindo relações jurídicas, motivo pelo qual é chamada de vontade jurídica. Quando alguém, agindo em conformidade com a sua vontade, faz ou deixa de fazer algo, está agindo nos termos de sua liberdade, que também pode, em alguns casos, produzir efeitos jurídicos, ou seja, ter eficácia jurídica. Daí ser essa liberdade chamada de liberdade jurídica.

O conceito de autonomia privada deriva dos conceitos de vontade jurídica e liberdade jurídica. Enquanto a autonomia, no sentido lato, é a esfera de liberdade do agente no direito privado, a autonomia da vontade é “o princípio de direito privado pelo qual o agente tem a possibilidade de praticar um ato jurídico, determinando-lhe o conteúdo, a forma e os efeitos”. A autonomia privada, por sua vez, pode ser definida como “o poder que o particular tem de estabelecer as regras jurídicas de seu próprio comportamento”⁵. Assim, falamos em autonomia da vontade quando nos referimos à vontade, real ou psicológica, como causa dos efeitos jurídicos, e em autonomia privada quando falamos dos efeitos jurídicos decorrentes da lei, do direito objetivo, e não da própria vontade⁶⁻⁷.

O conceito pode, ainda, ser analisado em seu sentido amplo e estrito: o amplo refere-se à esfera de liberdade dos indivíduos para o exercício de seus direitos, e o estrito, ao poder do indivíduo de criar, modificar e extinguir, na forma da lei, relações jurídicas. Em termos práticos, sempre que os particulares, através de um negócio jurídico (unilateral ou bilateral), suscitam os efeitos jurídicos correspondentes a seu intento empírico, buscando um fim próprio admitido e tutelado pelo ordenamento jurídico, estão a exercer um ato de autonomia privada⁸.

⁵ AMARAL, Francisco. Ob. cit., p. 347. No mesmo sentido, Antonio Pinto MONTEIRO, para quem a autonomia privada justifica a liberdade dos particulares para “disciplinar juridicamente os seus interesses, conformando autonomamente, isto é, por si próprios, segundo a sua vontade, as relações jurídicas que decidam estabelecer, criando, por ato próprio, direito objetivo” (*Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, 2003, p. 44).

⁶ GOMES, Orlando. *Contrato de Adesão*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1972, p. 30.

⁷ Outros autores, ainda, tratam a autonomia da vontade e a autonomia privada sob óticas diferentes. Nesse sentido, Teresa NEGREIROS relaciona a autonomia da vontade com o dogma do voluntarismo do final do século XIX e a autonomia privada com a liberdade de decidir sobre a oportunidade e a conveniência da celebração de negócios jurídicos (*Teoria do contrato: novos paradigmas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006, p. 2). Haroldo Malheiros Duclrec VERÇOSA também adota essa posição, citando a referida autora (*Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Malheiros, 2011, v. 4, tomo 1, p. 62). No mesmo sentido, Antonio Pinto MONTEIRO (Ob. cit, p. 44).

⁸ GOMES, Orlando. *Contrato de Adesão...*, p. 31.

De forma objetiva, autonomia privada (ou autonomia negocial), cerne do presente trabalho, é princípio de definição muito simples, e, mais ainda, quando tal definição é voltada para seus aspectos concretos: liberdade de contratar. Segundo Orlando GOMES, a autonomia privada é “o poder dos indivíduos de suscitar, mediante declaração de vontade, efeitos reconhecidos e tutelados pela ordem jurídica”⁹, abrangendo, segundo o mesmo autor, “os poderes de autorregência de interesses, de livre discussão das condições contratuais e, por fim, de escolha do tipo de contrato conveniente à atuação da vontade”, manifestando-se, por conseguinte, nos seguintes aspectos: liberdade de contratar propriamente dita, liberdade de estipular o contrato e liberdade de determinar sobre o conteúdo do contrato¹⁰.

Cláudia Lima MARQUES, no mesmo sentido, define a autonomia privada como

liberdade de contratar ou de se abster de contratar, liberdade de escolher seu parceiro contratual, de fixar o conteúdo e os limites das obrigações que quer assumir, liberdade de poder exprimir a sua vontade na forma que desejar, contando sempre com a proteção do direito¹¹.

José Engracia ANTUNES, tomando por base o artigo 405, nº 1, do Código Civil Português, elenca como vertentes da autonomia privada:

(i) os comerciantes podem livremente adotar um dos tipos de contratos já conhecidos, típicos e atípicos, para a regulação de seus interesses; (ii) são livres para a elaboração de novos contratos passíveis do atendimento de necessidades empresariais anteriormente desconhecidas; e (iii) uma vez havendo celebrado um contrato, ele se torna lei entre as partes e, portanto, suas cláusulas adquirem o caráter de obrigatoriedade¹².

Assim, é possível elencar como aspectos da autonomia privada: (i) realizar ou não o contrato; (ii) escolher a outra parte; (iii) escolher o instrumento jurídico adequado; (iv) escolher o conteúdo do contrato; (v) escolher a forma do contrato; (vi)

⁹ GOMES, Orlando. *Contrato de Adesão...*, p. 25.

¹⁰ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 26.

¹¹ MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 45.

¹² ANTUNES, José Engracia. *Contratos Comerciais: Noções Fundamentais*. Lisboa: Universidade Católica, 2008, p. 44.

escolher o modo para a transmissão da declaração contratual; e (vii) escolher a modalidade de conclusão do contrato.

Por fim, não se olvide que a autonomia privada influi diretamente na responsabilidade do indivíduo, tendo em vista que da liberdade do homem em poder determinar, autônoma e livremente, os seus interesses, justifica-se correlativamente a sua responsabilidade, enquanto exigência indeclinável da própria liberdade de agir¹³.

Situando o tema no ordenamento jurídico pátrio, é possível identificar a autonomia privada dentre os direitos fundamentais constitucionais. Com efeito, o artigo 5º, II da Constituição Federal de 1988 estabelece que “ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”. O princípio também é levado à alçada de princípio da ordem econômica e financeira, à medida que o artigo 170 do mesmo diploma legal estabelece que “é assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei”.

Especificamente na seara do direito contratual, o princípio da autonomia privada aparece já com limitações. O artigo 421 do Código Civil de 2002, que trata da liberdade de contratar, determina que ela deverá ser exercida em razão e nos limites da função social do contrato.

Para a compreensão das limitações à autonomia privada, serão analisados seu surgimento e sua trajetória histórica. Posteriormente, será analisada a atual configuração das limitações à autonomia privada, identificando quais os bens tutelados pelo ordenamento pátrio em detrimento da liberdade individual.

II.2 Evolução

A relação entre celebração de contratos e autonomia negocial, que pode ser percebida da definição de autonomia privada, está presente desde o surgimento deste conceito, intrinsecamente relacionado à noção de negócio jurídico, instrumento por excelência de seu exercício. Nesse sentido, a análise paralela da evolução desses dois

¹³ MONTEIRO, Antonio Pinto. Ob. cit., p. 44.

institutos permite a compreensão não só da origem da autonomia negocial, mas também do porquê de suas limitações¹⁴.

Vale ressaltar que não se quer aqui fazer um estudo muito aprofundado da história do contrato ao longo do tempo¹⁵. Antes, busca-se uma análise que possa fornecer subsídios para, mais a frente, se investigar as limitações à autonomia privada nas cláusulas estatutárias das companhias.

Essa análise funda-se na noção instrumental de contrato. Com efeito, como nota Enzo ROPPO,

o contrato não pode ser entendido a fundo, na sua essência íntima, se nos limitarmos a considerá-lo numa dimensão exclusivamente jurídica [...]. Os conceitos jurídicos – e, entre estes, em primeiro lugar, o de contrato – refletem sempre uma realidade exterior a si próprios, uma realidade de interesses, de relações, de situações econômicas, relativamente aos quais cumpre, de diversas maneiras, uma função instrumental¹⁶.

Passando à análise, é importante desde logo notar que antes do surgimento da autonomia privada, nos séculos XV e XVI, não havia que se falar em liberdade de negociação ou em autorregulação dos próprios interesses. Pouco, aliás, havia que se falar no consenso como capaz de, sozinho, vincular duas ou mais partes.

Para os romanos, o contrato não era o acordo de vontade do qual surgia uma obrigação, mas sim o elemento objetivo, as formalidades tuteladas por uma *actio*. Só os contratos formais eram reconhecidos, sendo que somente com a presença desse formalismo (que engessava o direito contratual ao ponto de fazer com que o sistema

¹⁴ PRATA, Ana. *A tutela constitucional da autonomia privada*. Coimbra: Almedina, 1982, p. 13. Tendo em vista o objetivo prático do presente trabalho, algumas definições serão importadas da economia, tendo em vista o íntimo relacionamento entre direito, economia e política. Assim, não obstante a preocupação em caracterizar os estatutos das companhias como contratos, os negócios jurídicos serão tratados como quaisquer acordos entre duas ou mais pessoas fundamentados em expectativas e comportamentos recíprocos, ou como “um acordo entre ofertantes e demandantes, no qual os termos da troca são definidos” (FARINA, Elisabeth M. M. Querido; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione. *Competitividade, mercado, Estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997, p. 283).

¹⁵ Para uma análise profunda do tema, vide GOMES, Orlando. *Transformações Gerais do Direito das Obrigações*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1967.

¹⁶ *O Contrato*. Coimbra: Almedina, 2009, p. 7.

contratual fosse típico, taxativo) os atos eram considerados juridicamente válidos¹⁷. Assim, somente quando havia uma forma prevista e sua correspondente *actio* é que se verificavam efeitos jurídicos. O simples acordo de vontades (*pactum, conventio*) não gerava qualquer vínculo obrigacional, mas somente dava ensejo à tutela por uma exceção¹⁸. Assim, como bem nota Judith MARTINS-COSTA, no direito romano não se pensava em enxertar a ideia da expressão da manifestação da vontade humana, ou da autodeterminação individual¹⁹.

A quebra de paradigma se deu quando, no direito romano clássico, passaram a ser admitidos os contratos consensuais²⁰. Não obstante ainda fosse observada a tipicidade contratual, com a Lei das XII Tábuas o consenso passou a ser suficiente para a vinculação de duas partes, dispensando-se, assim, os elementos real (entrega da coisa) ou formal (pelas palavras ou pela escrita) para que o contrato fosse realizado²¹.

À medida que as relações socioeconômicas foram ganhando complexidade, tornou-se necessária a adaptação do sistema. Assim, na época pós-clássica do direito romano, em especial com o direito justinianeu, a tipicidade contratual foi afastada e passaram a ser admitidos contratos inominados, de modo que as formalidades passam a ser mera forma de conclusão dos contratos.

No contexto do feudalismo, no entanto, em especial no direito germânico, os contratos praticamente desapareceram, sendo que os que continuaram a ser celebrados eram eminentemente reais ou formais. Essa baixa frequência na celebração dos contratos

¹⁷ GORLA, Gino. *El contrato: problemas fundamentales tratados según el método comparativo y casuístico*, v. I. Barcelona: Bosch Casa Editorial, 1959, p. 29.

¹⁸ ALVES, José Carlos Moreira. *Direito Romano*. 4ª ed. RJ: Forense, 1992, p. 87; COSTA, Mario Julio de Almeida. *Direito das obrigações*. 7ª ed. Coimbra: Almedina, 1998, p. 185; e KASER, Max. *Direito Privado Romano*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1999, p. 225. Para Enzo ROPPO, nessas situações sequer é possível falar em contrato como instrumento jurídico (Ob. cit., p. 9).

¹⁹ A noção de contrato na história dos pactos. *Revista Organon*, Porto Alegre, nº 19, 1992, p. 21-22.

²⁰ Não se confunde o consensualismo com a autonomia da vontade ou com a autonomia privada, não obstante ambos os conceitos possam estar relacionados. O consensualismo é decorrente da autonomia privada e significa que basta o consentimento, o acordo de vontades, para que o contrato se estabeleça e as obrigações nasçam, não sendo necessária forma especial.

²¹ GILISSEN, John. *Introdução histórica ao direito*. 3ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2001, p. 731 e SCHLABENDORFF, Adriana. *A reconstrução do direito contratual: o valor social do contrato*. 2004. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, p. 168.

se deveu à ausência quase completa de atividade comercial, evidenciando o caráter eminentemente econômico do instituto jurídico em comento²².

Com o Direito Canônico e a prática costumeira dos séculos XII e XIII, o consentimento das partes começa a ter evidência. No que se refere à prática costumeira, foi ela a responsável por uma visão mais pragmática do contrato, em especial quando reforçada pelo nascimento e desenvolvimento do comércio nas cidades da Itália, França e dos Países Baixos.

Já em relação ao Direito Canônico, nota-se que os canonistas atribuíram grande relevância ao consenso: nesse sistema, a vontade, ainda que não pensada sob o viés da autodeterminação²³, seria a fonte da obrigação, na medida em que esta deveria nascer de um ato de vontade, bastando, para criá-la, a sua declaração. Com os canonistas, o contrato se estabeleceu como instrumento abstrato e categoria jurídica - a palavra dada conscientemente criava uma obrigação de caráter moral e jurídico para o indivíduo.

No entanto, percebeu-se que a vontade não era suficiente para vincular as partes, sendo necessária a elaboração de regras jurídicas que assegurassem a força obrigatória das obrigações pactuadas²⁴.

Somente no século XIV o voluntarismo é concebido como gênese do contrato em uma releitura do direito natural aristotélico, que pode ser sintetizado da seguinte forma: “se o indivíduo, no Estado de Natureza, é livre, nada o pode obrigar, salvo o seu consentimento. Por consequência, a origem única das regras jurídicas, por definição, obrigatórias, é o acordo de vontades, vale dizer, o consenso”²⁵.

Nos séculos XVII e XVIII, essa função do acordo de vontades como fonte do vínculo jurídico passa a ter destaque. As doutrinas jusnaturalistas de Hugo Grotius, Samuel Pufendorf, Jean Barbeyrac, Jean Domat e, em especial, Robert Pothier influenciaram tanto o sistema de *common law* como o sistema de *civil law* e se

²² GILISSEN, John. Ob. cit., p. 733-734 e SCHLABENDORFF, Adriana. Ob. cit., p. 174.

²³ Ainda que não se pudesse falar em autonomia da vontade, uma vez que o homem, não obstante centro das reflexões religiosas, filosóficas e sociais, não era desvinculado de forças divinas e, portanto, não era autodeterminado, o simples pacto fazia nascer a obrigação jurídica, como fruto do ato do homem (MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999, p. 43-44).

²⁴ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 8.

²⁵ SCHLABENDORFF, Adriana. Ob. cit., p. 178-9

difundiram pelo mundo. São retirados das obras desses autores os principais conceitos que conhecidos e utilizados hoje, como aqueles que concluem que, em princípio ou por sua própria natureza, os contratos são firmados pelo consenso e que a distinção entre contratos nominados e inominados é meramente uma questão de direito positivo²⁶.

À luz do direito natural, teoria defendida pelos autores supracitados, a liberdade contratual encontra sua base: uma vez que a liberdade de contratar seria uma das liberdades naturais do homem, só poderia ser limitada pela vontade do próprio homem.

Com efeito, foi a partir das lições de Grotius que a vontade passou a ser vista como um poder criador e a ser a raiz dos efeitos jurídicos do negócio. O princípio da vontade foi unificado ao princípio da confiança com a proclamação de que “os efeitos jurídicos resultam da exteriorização da vontade por meio da declaração”. Já com Savigny, formulou-se a teoria da vontade, definindo-se o negócio jurídico como “declaração da vontade destinada à Constituição ou extinção de uma relação jurídica”²⁷.

Deve-se, assim, ao jusnaturalismo, a concepção da liberdade de contratar, uma das liberdades naturais do homem. Foi nesse período que nasceu a expressão “autonomia da vontade”²⁸ e que a vontade transformou-se em única fonte de obrigações. Disso, pode-se concluir que a autonomia privada tem seu conteúdo investido na própria noção de negócio jurídico, que tem, por sua vez, acentuado seu caráter de realização da liberdade econômica; ou seja, “o negócio é a afirmação da liberdade da pessoa, o negócio é o efeito jurídico da vontade livre”²⁹.

Com efeito, o jusnaturalismo teve lugar no final do século XVIII, período de mudança, especialmente cultural, ao superar hábitos, crenças e costumes, deixando para trás o absolutismo, a submissão ao poder eclesiástico, os privilégios de origem feudal e a submissão da atividade econômica a interesses do monarca ou da nobreza. Com a

²⁶ GORDLEY, James. *The philosophical origins of modern contract doctrine*. Oxford: Clarendon Press, 1991, p. 5-7.

²⁷ MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. Autonomia privada: conceito, atuação e limites. *Revista da Faculdade de Direito de São Bernardo do Campo*, v. 7, nº 9, p. 53-60, 2003, p. 54.

²⁸ A expressão foi retirada da *Crítica da Razão Prática* de Kant. No entanto, muitos afirmam que a influência de Kant não foi tão expressiva, já que ela se restringia ao campo moral. Nesse sentido, GORDLEY, James. Ob. cit., p. 12.

²⁹ PRATA, Ana. Ob. cit., p. 10.

Revolução Francesa a teoria contratual chegou ao seu grau máximo, com a influência da teoria do contrato social de Rousseau sobre todo o direito contratual.

A noção de negócio jurídico deixou de ser vista na perspectiva de instrumento de troca de bens e passa a ser vista como meio de realização da liberdade econômica: o contrato como o verdadeiro instituto revolucionário, do qual dependia a propriedade e por meio do qual se permitia a circulação dos bens.

A liberdade de contratar surge, nesse contexto, com o reconhecimento da propriedade como direito fundamental: somente com a possibilidade de dispor de um bem, uma pessoa afirma-se como exclusiva titular de um poder de produzir efeitos jurídicos. Com efeito, somente com a afirmação da liberdade das pessoas, com a liberação dos vínculos do trabalhador à terra e aos senhores, é reconhecida a propriedade do trabalhador à sua força de trabalho e, nesse sentido, a capacidade jurídica e a capacidade negocial para a celebração do contrato de trabalho³⁰.

As revoluções liberais permitiram à nova classe burguesa o domínio político, bem como a satisfação das necessidades econômicas de utilizar o contrato de trabalho como instrumento mediador do processo produtivo. Assim, ultrapassada a situação em que a hostilidade da burguesia ao estado se fundava em razões objetivas, dentre as quais a falta de participação política, permitiu-se a estabilização e manutenção da nova ordem econômica, política e social que se instaurava.

A destruição do modo de produção feudal e a instauração de uma nova ordem jurídico-econômica pressupunham a afirmação da liberdade humana em dois momentos essenciais: a liberação dos vínculos feudais e a atribuição da capacidade jurídica e negocial.

A organização capitalista dependia da disponibilidade de uma grande massa de trabalhadores, que se achavam ligados à terra por vínculos inerentes ao modo de

³⁰ PRATA, Ana. Ob. cit., p. 8-9. Neste ponto, vale citar as lições de Pimenta BUENO, referido por Eros GRAU: “inibir ou empecer direta ou indiretamente esta faculdade, o livre direito de contratar, é não só menosprezar essa liberdade, mas atacar simultaneamente o direito que o homem tem de dispor de seus meios e recursos como de sua propriedade... Os contratos devem ser entregues à vontade das partes, essa é a sua verdadeira lei, a razão de sua existência e o princípio e regra de sua interpretação. A plenitude da garantia da propriedade não é só justa, como reclamada pelas noções econômicas e pela razão política dos povos livres; na colisão, antes o mal de alguma imprudência do proprietário, do que a violação do seu livre domínio”(GRAU, Eros. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 18-19).

produção feudal. Era imprescindível a afirmação da essencial liberdade humana. O jusnaturalismo, assim, passou a ser o instrumento de combate à ideologia hierarquizadora e vinculados feudal. Por outro lado, na forma capitalista de organização da produção, a relação entre produtores e meios de produção tem como pressuposto uma relação jurídica contratual, o que acabou por determinar a atribuição, a todas as pessoas, de personalidade jurídica e capacidade negocial.

À medida que iam se transformando as estruturas econômicas e sociais e que o capitalismo substituía a economia feudal, tornou-se necessário um novo direito que fosse aplicável a todos os comportamentos com base no mero pressuposto de qualidade do homem, e não fundado em seu *status*. Adicionalmente, tendo em vista que a produção capitalista não se insere em um sistema econômico fechado, dependendo da circulação dos bens produzidos, que são produzidos para serem trocados, a troca e o contrato passam a ser fundamentais. Nesse sentido, para a sobrevivência da sociedade organizada capitalisticamente, são essenciais os direitos de liberdade diretamente implicados na organização da atividade econômica, isto é, a propriedade e a liberdade contratual.

Os direitos de liberdade decorreram, assim, de uma nova concepção do mundo, fundada na visão antropocêntrica e na emancipação do indivíduo dos laços do Antigo Regime. A partir da doutrina jusnaturalista, o individualismo passou a ser o arcabouço ideológico da sociedade nascente. Passaram a ser reconhecidos ao homem direitos essenciais à sua condição humana, que não poderiam ser, de forma alguma, contrariados ou restringidos pela lei.

A lei, então, passa a ser vista como comando geral e abstrato, aplicável a todos igualmente; se estabelece, assim, um limite ao poder político, uma separação nítida entre esfera pública e esfera privada. A lei tem a função única de fixar as regras do jogo, isto é, aquele mínimo indispensável, aquelas condições mínimas formais, nas quais o aparelho coercitivo do estado se põe em movimento para realizar os interesses do sujeito.

Nesse contexto do Estado liberal – ou seja, de um Estado limitado, que privilegia a liberdade individual e a supremacia do indivíduo, o negócio jurídico era clara representação da liberdade individual conquistada com o fim do feudalismo³¹. Com a

³¹ A Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão, atestado de óbito do Antigo Regime, evidencia os princípios do Estado Liberal. Dentre tais princípios, merecem destaque a propriedade e a liberdade,

transferência dos monopólios da força física e da tributação para o controle institucionalmente garantido das amplas classes sociais³², o homem era o único responsável pelo seu próprio destino, sem que o soberano, o Estado, a Igreja ou outras organizações pudessem vir a determiná-lo³³⁻³⁴.

O Estado passou a ser afastado das relações sociais e econômicas e não poderia, de qualquer modo, explorar conceitos como o de igualdade e de liberdade. Aliás, “igualdade e liberdade que não tinham de ser, nem podiam ser, mais do que formais: do livre jogo das forças individuais resultaria o seu preenchimento substancial e nesse processo não podia, nem devia, o Estado intrometer-se sem correr o risco de falsear todo o sistema”³⁵. Permitia-se somente que o Estado assegurasse o respeito pelos compromissos assumidos, “pois a fidelidade de cada um aos seus compromissos era condição essencial do crédito, e este, a alma do comércio”³⁶.

A regra era a da liberdade dos indivíduos; a sua limitação era excepcional e deveria cessar logo que desnecessária. Deste modo, supõe-se

a permanência da inatingibilidade do princípio da liberdade econômica e jurídica: a intervenção estatal sobrevém *a posteriori* para limitar, dirigir, tutelar a dinâmica do ordenamento privado, isto é, para circunscrever a

produto e resultado da consciência histórica, fundamentos da autonomia privada (BOBBIO, Norberto. *A Era dos Direitos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004, p. 87).

³² GRAU, Eros. Ob. cit., p. 16

³³ Vale notar que, com a transição do feudalismo para o capitalismo, passou-se a reconhecer a soberania dos indivíduos e os princípios da liberdade, com relação à pessoa, da propriedade, com relação aos bens, e da liberdade contratual, com referência à atividade econômica das pessoas. O mundo passou a ser visto de uma forma científica, em especial em razão da doutrina utilitarista (David Hume, James Mills, Jeremy Bentham), que defendia que os atos humanos deveriam ser julgados por suas consequências práticas, desde que não fossem nocivos em si, consagrando os valores liberdade e racionalidade.

³⁴ Interessante notar os acontecimentos históricos do século XVIII, capazes de evidenciar a nova forma de pensamento que surgia. Na política, merece destaque a independência americana, originando uma nação fundada na liberdade tanto no que toca à organização política como econômica; no direito, o *Decret d'Allarde*, que extinguiu as corporações de ofício, libertando os cidadãos das corporações de ofício e permitindo-lhes o livre exercício de suas atividades; na tecnologia, o princípio da máquina a vapor, iniciando a mecanização da indústria e lançando as bases da revolução industrial; na economia, finalmente, mas não menos importante, a obra de Adam Smith, responsável pelo nascimento da ciência econômica. Foi sua obra que deu origem à liberdade econômica, à administração dos recursos escassos e das necessidades infinitas, à teoria da “mão invisível” (NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000, p. 123-127).

³⁵ PRATA, Ana. Ob. cit., p. 30.

³⁶ MONTEIRO, Antonio Pinto. Ob. cit., p. 46.

dimensão do território do direito privado, não lhe alterando minimamente a natureza essencial de conteúdo³⁷.

Verifica-se que a liberdade contratual surgiu em sintonia com as aspirações de uma burguesia em ascensão, permitindo que cada um determinasse os seus próprios negócios, deixando atuar no mercado a lei da oferta e da procura e abolindo os entraves ao livre exercício do comércio.

Segundo ROPPO, o contrato, é, dessa forma, elevado a

eixo fundamental da sociedade liberal, a protótipo de seus valores e princípios (da livre iniciativa individual à concorrência entre os empresários no mercado, à procura de lucro...) em antítese ao modelo de organização da sociedade do antigo regime, com os seus resíduos feudais, com os seus vínculos e privilégios corporativos, com a sua economia fechada³⁸.

Conforme anota MONTEIRO,

a autonomia da vontade surgia como a tradução jurídica da doutrina do '*laissez-faire, laissez-passer = laissez-contracter*'. O favorecimento do comércio, fator de prosperidade econômica, exigia que a proteção concedida pelo Estado ao credor não se subordinasse à verificação prévia da conformidade do contrato a imperativos de justiça ou equidade. A liberdade contratual (expressão mais relevante do princípio da autonomia privada) servia ao interesse geral, porque, ao permitir a multiplicação dos contratos, favorecia o desenvolvimento do comércio, contribuindo deste modo, para a prosperidade de todos³⁹.

Não obstante a intervenção estatal no domínio econômico fosse condenada pela burguesia, era reconhecida como imprescindível ao capitalismo. A burguesia, assim, se apropriou do Estado, que deixou de regular a vida econômica em seu interesse (atendendo necessidades ditadas por suas finanças, por exemplo, por meio do desenvolvimento de políticas mercantilistas), e passou a buscar garantir a fluência da circulação mercantil⁴⁰.

³⁷ PRATA, Ana. Ob. cit., p. 37.

³⁸ Ob. cit., p. 28

³⁹ Ob. cit., p. 46.

⁴⁰ GRAU, Eros. Ob. cit., p. 33-35.

A ideologia da liberdade contratual, com a vontade elevada ao mais alto grau, fundamenta as grandes codificações do século XIX, merecendo destaque o *Code Civil* francês, de 1804, o Código Civil italiano, de 1865, e o BGB (*Bürgerliches Gesetzbuch*), de 1896⁴¹.

Reconhecia-se que, para o regular funcionamento e desenvolvimento dos mercados, deveria haver confiança no funcionamento da ordem jurídica, a qual deveria permitir a instalação de um horizonte de previsibilidade e calculabilidade em relação aos comportamentos humanos. Constatou-se que quanto maior o grau de segurança e previsibilidade jurídicas proporcionadas pelo sistema, mais azeitado o fluxo de relações econômicas⁴².

A busca pela certeza jurídica levou a mecanismos que enfatizaram a segurança e a previsibilidade, por meio do chamado formalismo jurídico, que privilegiou a forma da relação jurídica em detrimento de questões substantivas. A vontade, assim, exercida nos termos legais, passa a ter um *status* soberano nas relações contratuais, de modo que o princípio do *pacta sunt servanda* passa a afigurar-se essencial: os pactos devem ser respeitados; o indivíduo deve respeitar os acordos aos quais se vinculou, independentemente de seus termos⁴³.

⁴¹ Essas codificações, contudo, como denota ROPPO, distinguem-se entre si pelo papel que é dado à vontade e ao contrato. No *Code Napoleon*, por exemplo, fruto da vitória da burguesia na Revolução de 1789 e resultado das enunciações ideológicas relacionadas à liberdade individual, o contrato está previsto no capítulo que trata das formas de aquisição da propriedade, assumindo uma posição subordinada, servil, relativamente à propriedade. Essa previsão evidencia "as exigências de uma economia capitalista, que começavam a afirmar-se em consequência do desenvolvimento das forças produtivas", e que "não eram compatíveis com um tipo de utilização (e, portanto, com um regime jurídico) da propriedade fundiária, que o *ancien régime* tinha em grande parte herdado do modo de produção feudal". Já no BGB, o contrato é concebido à sombra de uma categoria mais ampla, mais geral, que é o negócio jurídico, fazendo com que a vontade se eleve a elemento chave do sentido e do alcance da categoria do negócio e evidenciando o apelo à vontade como força criadora, justificando a necessidade de os poderes públicos se absterem de todas as atividades jurídicas dos particulares. Por fim, no Código Italiano, o contrato é privilegiado relativamente ao negócio, adequando a categoria jurídico-formal à relação social. Essa adequação decorre da experiência do fascismo nos direitos contratuais, e da subordinação da liberdade e da iniciativa autônoma do indivíduo às exigências e aos interesses da comunidade nacional, do bem comum (Ob. cit., p. 63).

⁴² FORGIONI, Paula Andrea. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.42, nº 130, p. 7-38, abr.-jun./2003, p. 12. A autora lembra as lições de Natalino Irti, para quem o mercado é uma ordem, ou seja, é constituído de regularidade e previsibilidade de agir, permitindo-se um cálculo sobre o futuro. Também da autora, *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009, p. 75.

⁴³ MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, p. 118.

Nesse contexto, a individualidade é superada, fazendo com que a liberdade seja sacrificada em prol da segurança e da previsibilidade. O exercício da vontade era visto como o melhor meio de alcançar justiça. Os contratos eram necessariamente justos, já que resultavam de um acordo de vontades entre indivíduos iguais, que livremente discutiram seu conteúdo e que eram os melhores defensores dos próprios interesses. À luz do liberalismo econômico, o contrato passou a ser considerado “o instrumento jurídico por excelência da vida econômica”⁴⁴.

Fica claro, então, que o cumprimento dos contratos, indispensável ao sucesso empresarial, somente poderia ser assegurado se a equidade fosse considerada sob um sistema objetivo de normas, o que somente seria possível em um sistema fundado na igualdade formal, ou como bem lembrou Eros GRAU, por meio de uma igualdade à moda do porco de Orwell (“*all animals are equals, but some animals are more equal than others*”)⁴⁵. A igualdade jurídica, assim, é somente igualdade de possibilidades abstratas, “igualdade de posições formais, a que na realidade podem corresponder gravíssimas desigualdades substanciais, profundíssimas disparidades de condições concretas de força econômico-social entre contraentes”⁴⁶.

O desenvolvimento econômico e industrial e as mudanças sociais e políticas, em especial no que toca às revoluções liberais, promoveram grandes mudanças no contexto histórico ao alterar as bases que permitiram o desenvolvimento do liberalismo. Isso fez com que fosse notavelmente reduzida a importância do princípio da autonomia privada, mitigando-se sua amplitude e seu caráter absoluto.

Vale notar, no entanto, que esse intervencionismo estatal, em um primeiro momento, veio para garantir o mesmo sistema econômico: para constituir e preservar o modo de produção, realizando premissas de existência contínua, tais como a propriedade e a liberdade; para complementar o mercado, garantindo novas formas de organização empresarial, de concorrência e de financiamento; e para substituir o mercado naquilo em

⁴⁴ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 7.

⁴⁵ GRAU, Eros. Ob. cit., p. 22.

⁴⁶ ROPPO, Enzo. Ob. cit., p. 37.

que fosse débil. Somente posteriormente a intervenção estatal passou a buscar compensar as disfunções decorrentes do processo de acumulação de capital⁴⁷.

Com efeito, como nota FORGIONI, o funcionamento do mercado liberal gerou disfunções no mercado, efeitos autodestrutíveis que couberam ao direito neutralizar. O direito, assim, identificando os potenciais pontos de crise para o capitalismo, buscou neutralizar os fatores de instabilidade que comprometeriam o próprio mercado: “a defesa dos agentes econômicos vítimas de situações manifestamente abusivas atua em favor do interesse geral do comércio, pois [...] inibe comportamento oportunistas disfuncionais dos agentes, que comprometem o bom fluxo de relações econômicas”⁴⁸⁻⁴⁹.

As limitações à autonomia privada instituídas por meio da associação aos valores da época à sua realidade, acabaram, assim, por levar à constatação de que o ato de vontade não era responsável pela prática direta de efeitos, mas somente poderia criar, modificar ou extinguir direitos e obrigações se houvesse previsão legal.

O negócio jurídico deixou, assim, de ser visto como expressão da liberdade para ser concebido como expressão do interesse privado. Deste modo seria possível que o negócio jurídico estabelecido pelas partes não reproduzisse exatamente o acordado entre elas, pois pela via legal poderiam ser introduzidos elementos para a regulamentação do regime das relações entre as partes e, ainda, elementos correspondentes à tutela de interesses “*supraprivados*”.

Com o desenvolvimento industrial e as grandes injustiças dele decorrentes, o Estado, preocupado com a justiça social, passou a intervir ativamente. O Estado-legislador expandiu-se juntamente ao Estado-administração, antes muito limitado.

⁴⁷ GRAU, Eros. Ob. cit., p. 19-20.

⁴⁸ FORGIONI, Paula Andrea, *Teoria Geral...*, p. 36-37; FORGIONI, Paula Andrea. *A interpretação...*, p. 8.

⁴⁹ Tal atuação do direito é um ótimo exemplo de sua estrutura tridimensional, que conjuga os aspectos normativo, fático e axiológico. Como explica Miguel REALE, “um *fato* econômico liga-se a um *valor* de garantia para se expressar através de uma *norma* legal que atende às relações que *devem existir* entre aqueles dois elementos” (REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*, 20ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 66). Disso pode-se perceber que o Direito apresenta-se como fato dinâmico, capaz de harmonizar a realidade com a estrutura normativa a partir da ordenação dos fatos, em busca de um bem comum, a partir dos valores. Ou seja, à medida que distintos valores vão sendo adotados pela sociedade, sua associação aos fatos produz normas jurídicas que passam a ser aplicáveis para fins de tutelar a realidade fática naquele determinado contexto.

Multiplicaram-se as normas imperativas e, em razão disso, o contrato “viu-se denunciado como uma possível fonte de injustiça e mesmo de desordem”⁵⁰. Ampliou-se também o sistema dos valores fundamentais, e, por consequência, a esfera dos valores individuais, incluindo-se entre eles outros relativos à dignidade da pessoa, à integridade das necessidades físico-psíquicas.

Verificou-se a conscientização de que as partes não estão em situação de igualdade e de que são cada vez mais necessárias normas de proteção dos grupos submetidos à dominação, como, por exemplo, os trabalhadores.

Nesse sentido, houve uma multiplicação dos direitos do homem, em especial após as duas grandes guerras, verificada, conforme BOBBIO, de três modos: pelo aumento da quantidade de bens merecedores de tutela, pela extensão de direitos típicos a sujeitos diversos do indivíduo, como a família, as minorias étnicas e religiosas, e, por fim, pela consideração do homem não mais como ente genérico, em abstrato, mas “visto na especificidade ou na concreticidade de suas diversas maneiras de ser em sociedade, como criança, velho, doente, etc.”⁵¹.

O Estado deixou, assim, de ser simples árbitro das competições econômicas, e passou a intervir na economia, a partir da criação de mecanismos regulatórios e de infraestruturas que o mercado deixou de prover adequadamente.

Na seara de direito contratual, a multiplicação dos direitos do homem e dos bens merecedores de tutela, em especial nos contextos das guerras mundiais, fez com que as relações contratuais envolvendo determinadas categorias de pessoas passassem a ser especificamente reguladas para compensar a debilidade de sua posição contratual⁵².

O contrato, então definido como “negócio jurídico bilateral, ou plurilateral, que sujeita as partes à observância de conduta idônea à satisfação dos interesses que regulam”⁵³, deixou de ser expressão da autonomia privada e meio para o exercício de autodeterminação individual e passou a englobar outras fontes integradoras de seu conteúdo. Surgiu o que a doutrina chama de dirigismo contratual: para o alcance da

⁵⁰ MONTEIRO, Antonio Pinto. Ob. cit., p. 47.

⁵¹ Ob. cit., p. 63.

⁵² Como exemplo, é possível citar a defesa do consumidor e a defesa dos trabalhadores, sistemas que tutelam estes personagens com maior cautela em razão de sua hipossuficiência.

⁵³ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 9.

igualdade real entre as partes, o contrato se tornou uma operação dirigida; o Estado, então, “passa a dirigir o contrato, não tanto segundo a vontade comum e provável dos contratantes, mas atentando sobretudo, nas necessidades gerais da sociedade”⁵⁴.

O primeiro dos interesses tutelados, qual seja, o dos trabalhadores, teve, inclusive, a função de perpetuar o tráfico mercantil, na medida em que “o interesse geral do comércio exige que o fator trabalho continue desempenhando seu papel no processo produtivo, dando seguimento ao processo de acumulação de capital”⁵⁵. Ou seja, o surgimento do direito do trabalho veio para proteger o capitalismo dos efeitos nefastos por ele mesmo causado.

Segundo Orlando GOMES e Elson Guimarães GOTTSCHALK⁵⁶, foi com a Revolução Francesa que as diretrizes da organização do trabalho surgiram, em meio à disciplina do direito civil. O contrato de trabalho era regulamentado, no *Code Napoleon*, como contrato de locação de serviços, como o era também em nosso Código Civil de 1916. Deixando de lado as especificidades relacionadas às origens do contrato de trabalho (ou melhor, do contrato de locação de serviços), é possível notar que suas origens também se fundavam na liberdade individual e na fidedignidade aos princípios do individualismo jurídico, fazendo com que o contrato de trabalho também fosse celebrado sob a ótica do dogma da igualdade formal.

Contudo, quando se percebeu “o divórcio entre os fatos e a lei, o Estado foi forçado a intervir nas relações entre empregados e empregadores, a fim de organizá-las em moldes mais justos, coibindo os abusos que se praticavam à sombra da liberdade de contratar”⁵⁷. Nasceu, assim, o direito de trabalho, deslocando a relação jurídica decorrente do contrato de trabalho para um ramo específico do direito, fora do direito civil, e permitindo que direitos, prerrogativas e vantagens conferidos aos trabalhadores pudessem protegê-los, a par da restrição à estipulação do conteúdo da relação de trabalho.

⁵⁴ BESSONE, Darcy. *Do Contrato*. Rio de Janeiro: Forense, 1960, p. 53.

⁵⁵ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria geral...*, p. 49.

⁵⁶ *Curso elementar de direito do trabalho*. Rio de Janeiro: Forense, 1963, p. 107.

⁵⁷ GOMES, Orlando; GOTTSCHALK, Elson Guimarães. Ob. cit., p. 108.

Paralelamente, surgiu uma nova categoria contratual que demandou alterações legais no sentido de tutelar a parte contratante que poderia ser prejudicada. José Engracia ANTUNES relata que, no século XIX, surgiram os primeiros contratos de adesão no domínio dos contratos bancários, a partir da aposição cláusulas contratuais gerais nos livros de cheques dos clientes bancários. No século XX, a empresa moderna passou a utilizar desses mecanismos em razão da necessidade de criação de instrumentos jurídicos aptos a lidar com a produção e distribuição econômica de bens e serviços homogêneos⁵⁸.

Em razão das modificações no processo de produção, tornou-se necessária uma nova técnica de contratação que, por uma questão de redução dos custos de transação⁵⁹ promovendo economia, racionalização, praticidade e segurança, seria capaz de simplificar o processo de formação do contrato. Assim nasceram os contratos de adesão, negócios jurídicos nos quais “a participação de um dos sujeitos sucede pela aceitação em bloco de uma série de cláusulas formuladas antecipadamente, de modo geral e abstrato, pela outra parte, para constituir o conteúdo normativo e obrigacional para futuras relações concretas”⁶⁰.

Nesses contratos, exclui-se a fase pré-negocial, o debate prévio das cláusulas contratuais, e estas, caracterizadas por serem gerais (rígidas, portanto), uniformes e abstratas (aplicando-se a todos os destinatários), acabam sendo preestabelecidas unilateralmente pelo parceiro contratual economicamente mais forte, sem que a outra parte possa discutir ou modificar seus termos (*take it or leave it*)⁶¹.

Não obstante tal contrato não afaste a autonomia privada, como nota Orlando GOMES, seus mecanismos tornam dificultosa a conciliação da importância atribuída às

⁵⁸ ANTUNES, José Engracia. Ob. cit., p. 132

⁵⁹ Em termos simples, custos de transação são aqueles em que se incorre durante a realização de um negócio. No original: “*In order to carry out a market transaction it is necessary to discover who it is that one wishes to deal with, to inform people that one wishes to deal and on what terms, to conduct negotiations leading up to a bargain, to draw up a contract, to undertake the inspection needed to make sure that the terms of the contract are being observed, and so on*” (COASE, Ronald H. The relevance of transaction costs in the economic analysis of law. In: PARISI, Francesco; ROWLEY, Charles. *The Origins of Law and economics* – essays by the founding fathers. Chetenham: Edward Elgarg, 2005, p. 201). Sobre os contratos de massa e a nova forma de contratação, vide MACEDO JÚNIOR, Ronaldo Porto. Ob. cit., p. 114-115.

⁶⁰ GOMES, Orlando. *Contrato de adesão*..., p. 3.

⁶¹ MARQUES, Cláudia Lima. Ob. cit., p. 63.

determinações unilaterais de uma das partes com o esquema normal do contrato, o qual pressupõe a cooperação dos participantes na adoção do regulamento contratual. Nesse sentido, tornou-se imperiosa a previsão de dispositivos legais que coibissem os abusos decorrentes da predominância de uma só vontade⁶².

Nesse contexto de sociedade de massa, os princípios clássicos dos contratos também não mais conseguiram resolver todos os problemas surgidos das relações jurídicas individuais.

O surgimento da sociedade de consumo propiciou o aparecimento de relações jurídicas antes desconhecidas [...], permitiu o aparecimento de formas de manifestação singulares para as relações jurídicas clássicas [...]; a mesma sociedade de consumo, pela massificação de suas relações e pelo fortalecimento da empresa, criou uma situação de ‘vulnerabilidade’ para o consumidor⁶³.

Apareceram, então, contratos de lógica inversa⁶⁴, em que a preservação da igualdade das partes contratantes só é possível por meio da tutela legal da parte hipossuficiente. Aparecem, assim, os contratos de consumo, tutelados, no ordenamento jurídico pátrio, por um “novo direito econômico, como sistema de regulação pública da atividade econômica, a meio do caminho entre o direito comercial e o administrativo tradicionais”⁶⁵.

Nasceu, assim, um novo regime contratual capaz de tutelar tanto um interesse individual concreto – por meio da proteção de uma relação de consumo -, como um interesse plúrimo – difuso ou coletivo -, em detrimento da ilimitada autonomia privada das partes.

⁶² *Contrato de adesão...* . Sobre o assunto, vide também MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. Ob. cit.

⁶³ BENJAMIN, Antonio Herman de Vasconcellos e. O direito do consumidor. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 80, n.670, p. 49-61, ago./1991, p. 52.

⁶⁴ Como nota Fábio Konder COMPARATO, “a ideia de uma sistemática proteção do consumidor nas relações de mercado é, sem dúvida, estranha à teoria econômica clássica. Esta partia, com efeito, da noção de necessidade econômica individual, imaginando que ela se exprimisse livremente no mundo das trocas, como imposição da própria natureza, e como elemento formador da demanda global, à qual se adaptaria, *ex post factum*, a oferta global” (Proteção ao consumidor: importante capítulo do direito econômico. *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo, v.20, n.77, p. 27-46, jan.-mar./2011, p. 33)

⁶⁵ COMPARATO, Fábio Konder. Ob. cit., p. 38

Cláudia Lima MARQUES lembra, ainda, de mais uma nova forma de relação contratual: os contratos relacionais⁶⁶.

Tais contratos, descritos pela autora como “série de contratos ou relações contratuais que utilizam os métodos de contratação em massa (através de contratos de adesão ou de condições gerais dos contratos), para fornecer serviços especiais no mercado, criando relações jurídicas complexas de longa duração, envolvendo uma cadeia de fornecedores organizados entre si e com uma característica determinante: a posição de ‘catividade’ ou ‘dependência’ dos clientes, consumidores”⁶⁷. É possível citar como exemplos os contratos de depósito bancário, que envolvem outros inúmeros serviços prestados pelas instituições financeiras, os contratos de seguro-saúde e de assistência médico-hospitalar, os contratos de previdência privada, de cartão de crédito e os serviços públicos de fornecimento de água, luz, telefone.

É fácil notar que, em tais contratos, nasce uma relação de sujeição de uma das partes, tendo em vista que o poder da parte que elabora o contrato é reafirmado constantemente.

Com tantas mutilações no direito contratual, com tantos microssistemas criados com o fim de tutelar relações contratuais específicas por meio de normas limitadoras da liberdade das partes, estabelecendo o conteúdo dos contratos e a forma pela qual eles se realizariam, chegou-se mesmo a falar na “morte dos contratos”⁶⁸.

⁶⁶ Ob. cit., p. 68. Sobre o assunto, ver também MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. Sob uma ótica econômica, vale notar que a Economia dos Custos de Transação, que visa a explicar as diferentes formas organizacionais prevalentes no mercado, identifica os contratos como uma das formas mais comuns de coordenação do sistema econômico. As relações econômicas poderiam, assim, ser realizadas tanto dentro da própria empresa (por meio dos contratos de sociedade) como no mercado (por meio dos contratos *spot*, ou mesmo por outras formas intermediárias de contratos, como os contratos relacionais), considerando-se os custos de transação relacionados às especificidades da transação (consideradas as variáveis de frequência da transação, incerteza e especificidade de ativos). Sobre o assunto vide FARINA, Elizabeth Maria Mercier Querido; Azevedo, Paulo Furquim; e SAES, Maria Sylvia Macchione. Ob. cit., p. 35-36 e p. 81 e ss.

⁶⁷ MARQUES, Cláudia Lima. Ob. cit., p. 68

⁶⁸ O precursor desta teoria é Grant GILMORE (*The death of contract*. Columbus: Ohio State University Press, 1974). Sobre o assunto, vide também FORGIONI, Paula Andrea; GRAU, Eros. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005. Antonio Pinto MONTEIRO verifica que o que se acusa ser um declínio do contrato é, na verdade, “um empolamento de sua dimensão social” (Ob. cit., p. 48).

Não há, no entanto que se falar em morte dos contratos. O que há é um novo paradigma pelo qual deve ser interpretada a autonomia privada, condicionando-a, conforme o contexto, às especificidades do caso concreto.

FORGIONI e GRAU⁶⁹, analisando essas mudanças, identificam dois tipos de contrato: o clássico, no qual se enfatiza a autonomia privada e se conceitua o contrato como negócio reservado às partes com intervenções externas excepcionais e limitadas à sua abrangência; e o contrato sob o paradigma atual, reconhecido como ato exposto a intervenções externas consentidas pelo ordenamento.

Nota-se que tais espécies contratuais são excludentes entre si – a concepção de um acordo de vontades fundado na liberdade das partes pressupõe a limitação da intervenção do Estado – tanto do Estado-legislador como do Estado-juiz.

O que se percebe hodiernamente é que a teoria clássica do contrato, fundada no *laissez-faire*, deu lugar a um paradigma no qual o poder judiciário deve amoldar as avenças à realidade, conferindo maior proteção à parte mais fraca e ampliando a responsabilidade dos contratantes.

Mas não quer dizer que a autonomia privada tenha sido extinta. Ao contrário, mantém-se com amplos quadrantes, por exemplo, na seara do direito comercial, não obstante haja limitações tendo em vista o controle das falhas de mercado. Essas, aliás, foram as principais justificativas da necessidade de intervenção do Estado na economia, tendo em vista os resultados econômicos ineficientes ou custosos do ponto de vista social.

Com efeito, depois de mais de um século de prevalência praticamente absoluta do liberalismo econômico levado ao extremo, diversas consequências nefastas advieram, fazendo com que a economia tivesse que apurar seus sentidos e refinar sua análise a fim de explicar porque a mão invisível não levava aos benefícios absolutos que antes previra. A economia foi, então, identificando e explicando as chamadas falhas de mercado, responsáveis pela reintrodução do Estado na economia com o fim de conduzir de forma equilibrada o sistema econômico.

⁶⁹ Ob. cit., p. 18 e ss.

Nesse sentido, o Estado atua, de forma específica em relação a cada seara contratual, corrigindo as falhas relacionadas ao acesso a informação, à concentração econômica, às externalidades e às insuficientes provisões de bens públicos.

Será analisada abaixo a intervenção do Estado, por meio da imposição de normas aplicáveis às relações contratuais, necessária à tutela tanto das partes como das demais pessoas afetadas pelo contrato.

Antes, contudo, o tema será delimitado, apresentando-se as especificidades do direito contratual e, portanto, das relações contratuais comerciais.

II.3 Limitações à autonomia privada

A autonomia privada nunca foi, em nenhum de seus aspectos, absoluta. Mesmo no contexto do liberalismo econômico e jurídico, que atingiram seu mais alto grau no século XIX, a liberdade de contratar sofreu limitações.

As restrições, como visto acima, alcançaram maior grau conforme avançava o intervencionismo estatal e, assim, conforme se ampliava a complexidade, a articulação e o número de normas aplicáveis o direito contratual em geral e às relações jurídicas específicas.

Tais restrições surgiram em razão dos diferentes interesses que passaram a necessitar da tutela do Estado e evoluíram conforme se percebia a complexidade de tais interesses. Como nota Cláudia Lima MARQUES, o direito passa a destacar a lei como limitadora e como verdadeira legitimadora da autonomia da vontade, valorizando a confiança depositada no vínculo, as expectativas e a boa-fé das partes contratantes⁷⁰.

Em se tratando de Direito Comercial, tal análise deve ser feita a partir de uma perspectiva histórica. Isso porque o próprio Direito Comercial é direito especial, que nasce da história e nela se desenvolve.

Assim, serão analisadas as peculiaridades do direito comercial e, então, as especificidades do direito contratual empresarial, a fim de obter subsídios para a interpretação das disposições legais e regulamentares limitadoras da autonomia privada.

⁷⁰ MARQUES, Cláudia Lima. Ob. cit., p. 101.

II.3.1 Especificidades do Direito Comercial

Segundo FORGIONI,

o direito comercial emerge por volta do século XII, da *necessidade prática* dos comerciantes, para quem o direito romano (que estava então sendo redescoberto) não bastava para (i) atribuir um maior grau de segurança e previsibilidade às relações comerciais e (ii) proteger a celeridade e outras características peculiares da vida mercantil⁷¹.

Os comerciantes, então, passaram, por meio das corporações em que se organizavam, a criar regras aplicáveis às relações mercantis. Tais regras passaram a formar um direito especial, da classe dos comerciantes, fundado em três bases fundamentais: a autonomia da vontade, expressa na atividade comercial com intuito de lucro, a estrutura empresarial e a garantia e certeza de circulação do crédito. Ainda que tenha havido muitas discussões sobre unificação do direito privado⁷², sempre foi possível visualizar a autonomia do direito comercial. Nesse sentido, como nota BARRETO FILHO, não obstante as normas mercantis devam se inserir “no contexto do direito privado comum, no mesmo plano das normas civis, com elas interagindo num sistema orgânico”, não se pode olvidar dos problemas específicos da atividade mercantil⁷³ e, assim, de suas características e princípios.

Para ASCARELLI, o direito comercial apresenta-se como um direito especial tanto do ponto de vista sistemático como do ponto de vista histórico: do ponto

⁷¹ A interpretação..., p. 18. Sobre as origens e a evolução do Direito Comercial vide ASCARELLI, Tullio. Origem do Direito Comercial (Tradução e notas de Fábio Konder Comparato). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 35, nº 103, jul.-set./1996, p. 87. Também VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*, v. 1. São Paulo: Malheiros, 2004.

⁷² Essa discussão teve início no final do século XIX, com o Código Suíço das Obrigações, o primeiro diploma legal a unificar o Direito Comercial ao Direito Civil. Relativamente a essa discussão, é VIVANTE quem merece ser citado. Defensor da unificação do direito privado, por crer ser dever da magistratura a busca pelo equilíbrio de interesses e pela unidade das regras sobre sua tutela, acabou sendo convencido de que a fusão do Direito Civil com o Direito Comercial “teria trazido um grave prejuízo ao Direito Comercial” (Os comerciantes. Tradução: Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 102, ano XXXV, p. 134-138, abr.-jun./1996). O autor identificou diferenças entre as duas disciplinas tanto no método de codificação como nas matérias tratadas. Enquanto a elaboração do Código Civil seria um trabalho de coesão, sistematização e dedução, um Código Comercial seria elaborado a partir do estudo empírico dos fenômenos técnicos, da indução e da observação. Adicionalmente, o direito comercial apresentaria uma índole cosmopolita e matérias muito específicas, tais como os títulos de crédito (nos quais as mercadorias e valores são transfigurados), os negócios à distancia e os negócios em massa.

⁷³ *Teoria do estabelecimento comercial*. São Paulo: Max Limonad, 1969.

de vista sistemático por ser um “conjunto de normas que regulam uma determinada matéria consoante determinados princípios de caráter geral”⁷⁴; do ponto de vista histórico, por ter seus limites variando conforme os sistemas e as épocas históricas. Além disso, é um sistema autônomo, à medida que não se prende ao direito estatal, mas nasce do consentimento e dos costumes dos interessados, das “exigências de uma economia capitalística que, surgida com a burguesia das cidades italianas e com características bem diversos dos até então tradicionais, foi progressivamente renovando com o espírito de racionalização, de risco, de livre concorrência, e de livre iniciativa”⁷⁵.

Essa apresentação permite elencar as características normalmente indicadas como típicas do direito comercial⁷⁶: (i) maior liberdade de formas, (ii) prevalência da boa-fé, (iii) preocupação com a circulação de mercados e bolsas e bancos, (iii) racionalização (i.e. por meio dos livros dos comerciantes), (iv) preocupação com a tutela do crédito, (v) a liberdade de iniciativa e de concorrência, (vi) a presunção de onerosidade, (vii) o caráter internacional, (viii) a diminuição da discricionariedade contratual à vista de normas publicistas, e, por fim, (viii) seu caráter técnico e funcional.

Tais características evidenciam a preocupação do direito comercial com a fluidez das relações mercantis, buscando sempre um ambiente em que, a par das constantes inovações, as trocas possam ocorrer de forma previsível e segura.

Neste ponto, é salutar tecer algumas considerações sobre a boa-fé, que permeará a análise de diversos institutos ao longo do trabalho. As demais características do direito comercial serão tratadas em momento oportuno.

A boa-fé é definida por FORGIONI, sob a ótica do mercado, como a “adoção de comportamentos jurídica e normalmentes esperados dos ‘comerciantes cordatos’, dos agentes econômicos ativos e probos em determinado mercado (ou ‘em certo ambiente institucional’), sempre de acordo com o direito”⁷⁷.

⁷⁴ *Panorama do direito comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007, p. 15.

⁷⁵ *Panorama...*, p. 46.

⁷⁶ Para Fran MARTINS, por exemplo, o direito comercial caracteriza-se pela sua simplicidade, internacionalidade, rapidez, elasticidade e onerosidade (*Curso de Direito Comercial*. Rio de Janeiro: Forense, 2006, p. 28 e ss).

⁷⁷ *Teoria Geral...*, p. 100.

Ainda segundo FORGIONI, a boa-fé já aparecia antes do século XIV, referindo-se a três condutas esperadas das partes contratantes: (i) cada um deveria manter sua palavra, (ii) nenhuma parte deveria tirar vantagem da outra mediante sua indução em erro, e (iii) ambas deveriam pautar seu comportamento de acordo com as obrigações de uma pessoa honesta⁷⁸.

Hoje, a boa-fé é vista como “um catalisador da fluência das relações de mercado”⁷⁹, ensejando relações econômicas fundadas na confiança e relacionadas aos usos e costumes.

A jurisprudência brasileira já decidia com base nesse princípio no começo do século XX. FORGIONI traz caso anedótico decidido no Tribunal de Justiça de São Paulo em 1913: um negociante aliena seu estabelecimento comercial comprometendo-se a não abrir, na mesma rua, negócio idêntico. Contudo, em razão da prosperidade do negócio, resolveu abrir negócio idêntico em rua próxima, fazendo com que o adquirente entrasse em juízo reclamar a violação de um compromisso assumido. O Tribunal indeferiu o pleito do adquirente, ressaltando o erro do adquirente em aceitar o compromisso somente em relação àquela rua e não em relação às proximidades⁸⁰.

Vale notar que no ordenamento jurídico pátrio, a boa-fé objetiva⁸¹, um dos mecanismos de limitação à autonomia privada capaz de proteger o próprio mercado, é positivada como princípio tendo precipuamente três funções: (i) parâmetro de interpretação contratual, nos termos do artigo 113 do Código Civil de 2002; (ii) restringir o exercício de direitos contratuais, na medida em que sejam considerados abusivos⁸²

⁷⁸ *Teoria Geral...*, p. 107.

⁷⁹ *A interpretação...*, p. 27.

⁸⁰ *A interpretação...*, p. 31

⁸¹ Primeiramente, importa registrar que se fala, neste ponto, em boa-fé objetiva. Esta é distinta da boa-fé subjetiva, de aplicação restrita no direito pátrio (por exemplo, nos casos de direitos reais e de casamento putativo), já que corresponde a uma decisão da vontade, relacionada ao convencimento individual, a uma atitude psicológica. A boa-fé objetiva, por sua vez, não obstante de configuração casuística, tem parâmetros objetivos, tendo em vista tratar-se de *exigência de lealdade*, modelo social que impõe, como poder-dever, que cada pessoa atue em conformidade com esse arquétipo, como uma pessoa honesta, proba e leal.

⁸² Não se deve confundir o abuso de direito com cláusulas abusivas. Nestas, há excesso, onerosidade, vantagem indiscriminada de um indivíduo em relação a outro. A diferença entre os dois institutos é importante por seus efeitos jurídicos diferenciados: as cláusulas abusivas têm como efeito imediato a sua nulidade, ao passo que o exercício abusivo de um direito ou prerrogativa individual enseja diretamente a responsabilização civil.

(artigo 187 do Código Civil de 2002); e, por fim, (iii) criar deveres anexos ou acessórios à prestação principal (artigo 422 do Código Civil de 2002), como o dever de informação e o dever de lealdade⁸³.

Em linhas gerais, a boa-fé objetiva é um padrão de comportamento exigido das partes contratantes, uma conduta leal, escoreita, caracterizando um *standart* jurídico, em que as atitudes das pessoas são valoradas de acordo com os padrões de lealdade, probidade e honestidade. Como anota Cláudia Lima MARQUES,

a boa fé objetiva significa uma atuação refletida, uma atuação refletindo, pensando no outro, no parceiro contratual, respeitando-o, respeitando seus interesses legítimos, suas expectativas razoáveis, seus direitos, agindo com lealdade, sem abuso, sem causar lesão ou vantagens excessivas, cooperando para atingir o bom fim das obrigações: o cumprimento do objetivo contratual e a realização dos interesses das partes⁸⁴.

Quando se fala na função interpretativa da boa-fé objetiva, não obstante logo se venha à mente a previsão do artigo 113 do Código Civil de 2002, não se pode esquecer que não se está falando de uma novidade, de uma inovação jurídica. Com efeito, já o Código Comercial de 1850 trazia a boa-fé como parâmetro de interpretação contratual, de modo que o diploma cível só fez dar força à matéria.

A segunda função da boa-fé evidencia seu caráter de limitação da autonomia privada: como critério para a distinção entre o exercício regular e o exercício irregular ou abusivo de um direito, ela limita tanto a elaboração de um contrato, inserindo parâmetros para as cláusulas a serem elaboradas, como sua execução, afastando o exercício abusivo de um direito expresso em um contrato. Assim, como anota SZTAJN, a boa-fé atua nos contratos na fase pré-contratual, na fase de execução do contrato e na fase pós-contratual⁸⁵.

Por fim, e, talvez, a mais lembrada, a função de fonte criadora de deveres anexos à prestação principal (laterais, secundários ou instrumentais) é responsável por

⁸³ Essa tripartição de funções se deu em razão de tratar-se de princípio amplo, de difícil aplicação no caso concreto (GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 44).

⁸⁴ Ob. cit., p. 106.

⁸⁵ “A boa-fé deve abranger todo o procedimento negocial, pré e pós-contratação, mesmo depois de adimplidas as prestações das partes”. (SZTAJN, Rachel. Externalidades e custos de transação: a redistribuição de direitos no Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 43, nº 133, p. 7-31, jan.-mar./2004, p. 16).

assegurar o cumprimento da prestação e a satisfação integral dos interesses envolvidos no contrato. É em razão dessa função da boa-fé objetiva que se impõem às partes deveres outros que não aqueles previstos no contrato: lealdade, proteção, esclarecimento de informação, sigilo, colaboração, entre outros⁸⁶.

II.3.2 Especificidades dos contratos empresariais

Se a discussão quanto à autonomia do direito comercial se fez presente quanto à unificação do direito privado, não foi diferente com a unificação do direito obrigacional⁸⁷. Tanto que naquelas legislações européias onde foi eliminada a distinção formal entre contratos civis e contratos comerciais se assiste hoje a uma redescoberta da categoria dos contratos comerciais⁸⁸.

Não obstante, é possível notar que a unanimidade dos doutrinadores brasileiros enxerga as especificidades do direito contratual comercial⁸⁹.

Neste ponto, merece destaque o fato de que seu desenvolvimento ocorre paralelamente ao desenvolvimento social econômico – a teoria das obrigações, como bem nota MENDONÇA, “vai recebendo continuamente o choque das novas idéias

⁸⁶ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 44.

⁸⁷ Antes da entrada em vigor do Novo Código Civil, em 2002, a matéria obrigacional era tratada tanto no Código Civil de 1916 como no Código Comercial de 1850. Este declara que se aplicam as disposições do Direito Civil aos contratos comerciais com as restrições estabelecidas no próprio Código. Atualmente, houve uma unificação formal do Direito das Obrigações, aplicando-se a toda e qualquer relação contratual as disposições do Código Civil de 2002.

⁸⁸ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral...*, p. 13.

⁸⁹ Tais especificidades relacionam-se ao ato, ao negócio jurídico ou contrato e não à obrigação deles resultante (MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado De Direito Commercial Brasileiro*, v. VI, 1ª parte. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1962, p. 255 e ss), sujeitas às normas do direito civil, ainda que tais normas devam ser interpretadas *cum grano salis*, em conformidade com os princípios e características do direito comercial acima elencados. Ademais, as obrigações não se distinguem no que se refere ao seu conceito e à sua formação, pois tanto as civis como as comerciais decorrem da vontade das partes (ou da lei) e são exigíveis (BULGARELLI, Waldírio. *Contratos Mercantis*. São Paulo: Atlas, 1990, p. 31). Valdemar Martins FERREIRA nota que “não difere, com efeito, essencialmente a obrigação comercial da civil. Não se distingue a relação jurídico-comercial de qualquer outra. A essência é sempre a mesma. O direito das obrigações é o direito comum, por excelência, ainda que não consolidado em volume especial com o título de – código de obrigações. Mesmo porque o comerciante outro não é senão a mesma pessoa, natural ou jurídica, apta para o exercício de direitos e obrigações de ordem privada, a exercer, habitual e profissionalmente, a atividade mercantil. [...] Não quer isso dizer que, em alguns casos, inexistam diferenças entre as obrigações civis e comerciais”. (*Instituições de Direito Comercial*, v.3, t.1. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1951, p. 12).

sociais”⁹⁰. Isso faz com que as regras gerais de direito civil sofram o impacto da realidade econômica e sejam por ela amoldadas, nos dizeres de Fran MARTINS⁹¹.

A historicidade do direito comercial demonstra, aliás, que certos princípios de direito civil foram revogados ou modificados por entorpecer ou dificultar a vida comercial ou, ainda, que alguns contratos foram criados especificamente pelas necessidades do tráfico mercantil. Nesse sentido, FERREIRA esclarece que “destinada a obrigação mercantil a facilitar o problema circulatório da riqueza, não podia, em geral, acomodar-se às formas hieráticas e solenes dos contratos civis”. Além disso, nota que “a conveniência das transações reclama, em alguns casos, que se modifiquem ou se restrinjam os princípios do direito comum, ou seja, o das obrigações. Há de obedecer, então, aos da lei comercial. Ou aos usos e costumes mercantis”⁹².

Tais considerações são importantes por darem as diretrizes na interpretação das normas de direito civil aplicáveis às relações contratuais comerciais. Mas, antes de passarmos à análise dessas normas, é imperioso saber como identificar um negócio mercantil e, aí sim, identificar quais são as suas peculiaridades.

Vale notar, contudo, que não existe consenso sobre os critérios distintivos dos contratos comerciais no universo dos contratos em geral. Segundo VERÇOSA, “os contratos empresariais são aqueles nos quais uma das partes é empresário ou pessoa não caracterizada como consumidor”⁹³, podendo, assim, ser caracterizado como comercial o contrato celebrado entre um empresário e uma pessoa natural que não se enquadre como consumidor. Já para FORGIONI, para a qualificação de um contrato como comercial, e assim, a subsunção das normas a ele aplicáveis, é necessário que “o vínculo jurídico seja estabelecido exclusivamente entre empresas”⁹⁴.

Ao longo do tempo, a qualificação dos contratos comerciais, que envolve a complexa distinção entre direito civil e direito comercial, passou de uma concepção

⁹⁰ Segundo o autor, ainda, “é por intermédio da doutrina das obrigações que vêm ter ingresso no direito Civil todas as inovações que a evolução dos tempos e as necessidades humanas suscitam; é por este departamento que penetram no direito privado todas as novas teorias jurídicas provenientes das doutrinas gerais que a sociedade elabora sobre o mundo e sobre o homem, individual e social” (Ob. cit., p. 228-229).

⁹¹ *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 60.

⁹² Ob. cit., p. 12-13.

⁹³ *Curso de Direito Comercial*, v. 4. São Paulo: Malheiros, 2011, p. 43.

⁹⁴ *Teoria Geral...*, p. 30.

subjetiva pura (com a organização inicial das Corporações de Ofício) para o objetivismo, com o Código Napoleônico e, por fim, para o conceito de atividade empresarial⁹⁵.

Com o Código Civil Italiano de 1942, toda qualificação de um ato ou de uma atividade como empresária partiam da noção de empresa, independentemente do aspecto sob o qual o fenômeno fosse visto⁹⁶.

Independentemente do debate doutrinário acerca do tema, consideramos que é possível, para fins do presente trabalho, aceitar como empresariais todos aqueles contratos em que se tenha presente o risco bilateral a que se sujeitam as partes, risco este compensado pelo sinalagmático objetivo de lucro⁹⁷.

Nesse sentido, José Engracia ANTUNES estabelece, a partir da ótica da atividade empresarial, critérios para a qualificação de uma obrigação como comercial ou civil.

Assim, além daqueles contratos elencados especificamente como contratos empresariais, é possível identificar contratos naturalmente empresariais, intimamente conexos à atividade empresarial, não obstante possam ser celebrados fora do âmbito das empresas. Assim, há contratos de associação e cooperação econômica, contratos de negociação de empresas – *trespasse*, *fusão*, *cisão*, compra e venda de participação societária – e contratos de distribuição comercial, que podem ser ordenados em (i)

⁹⁵ Durante a baixa idade média (a partir do século XII), o direito mercantil era um sistema de normas elaborado no seio das corporações de mercadores, aplicando-se, assim, somente aos nela inscritos. Mais tarde, a jurisdição foi se estendendo às questões entre os mercadores, independentemente de sua inscrição, e, ainda, a quaisquer litígios decorrentes de negócios mercantis, bastando, para a aplicação do direito, que uma das partes fosse comerciante. Com a Revolução Francesa, o sistema passou a ser objetivo: a qualificação de um ato como comercial passou a ser aferida com base em sua natureza. Mas, com a “crescente especialização e a criação de organismos cada vez mais complexos”, a comercialidade passou a ser identificada a partir da atividade econômica exercida, ou seja, pela noção de empresa (BARRETO FILHO, Oscar. Ob. cit., p. 21-22).

⁹⁶ Sobre os perfis da empresa, ou seja, sobre os aspectos pelos quais ela pode ser vista, vide ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução: Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.35, n.104, p. 109-126, out.-dez./1996.

⁹⁷ Nesse sentido, FORGIONI: “Lançando mão da sempre útil terminologia tradicional do direito mercantil, dizemos que a ‘natureza e o espírito do contrato’ comercial são condicionados pela ‘vontade comum das partes, direcionada que é pelo *escopo de lucro* que grava cada uma delas. [...] Nos contratos consumeristas essa luta pelo lucro recai apenas sobre uma das partes (a empresa fornecedora); nos civis, pode inexistir (como no caso da doação) ou aparecer de forma esporádica e mitigada em um dos pólos que se aproveitará economicamente do evento (locação, por exemplo) [...] De qualquer forma, mesmo nessas hipóteses, o escopo econômico não marca o contrato de forma tão incisiva como nos casos comerciais, pois a parte não tem sua atividade, *toda ela*, voltada para o lucro, como ocorre na empresa e sua atividade profissional” (*Teoria Geral...*, p. 46-47).

contratos de organização e colaboração empresarial, (ii) contratos de financiamento, e (iii) contratos de promoção de negócios⁹⁸.

Identificados tais contratos, é possível notar que há traços comuns a eles, relacionados ao próprio funcionamento do sistema. Nesse ponto, merece nota a obra de Paula FORGIONI⁹⁹, que elenca tais traços e permite que os contratos empresariais sejam analisados como categoria autônoma que subsume normas e interpretações específicas. Serão analisadas tais características conjuntamente à busca das limitações à autonomia privada na seara dos contratos mercantis.

II.3.3 Limitações à autonomia privada

Como vimos, a liberdade de contratar pode ser vista sob três óticas: liberdade de contratar propriamente dita, liberdade de estipular o contrato e liberdade de determinar sobre o conteúdo do contrato. Em cada uma dessas vertentes, existem limitações à liberdade de atuação das partes, seja por princípios, seja por regras¹⁰⁰.

No campo do direito privado, deve prevalecer a autonomia privada, sendo suas limitações excepcionais. A vontade, nesse sentido, observada a distinção entre as normas cogentes e as dispositivas¹⁰¹, pode ser diversa e até oposta à prevista em lei.

⁹⁸ Ob. cit., p. 47.

⁹⁹ *Teoria geral...*

¹⁰⁰ Princípios são valores que definem as diretrizes de cada sistema, fazendo com que as normas sejam ligadas para formarem um conjunto. São, segundo CANOTILHO, espécies de normas caracterizadas por serem mandamentos de otimização e, assim, terem concretude em níveis variados, a depender da realidade fática e jurídica que os envolver. Nesse sentido, os princípios convivem, não se excluindo entre si, mas sendo harmonizados, ponderados (CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito Constitucional*. Coimbra: Almedina, 1999, p. 1087). Outra espécie normativa destacada por CANOTILHO são as regras. Elas prescrevem uma exigência que pode ou não ser cumprida, sem qualquer ponderação e sem a possibilidade de concretização em graus. Nesse sentido, as regras não se harmonizam entre si, mas, em havendo contradição, excluem-se. Ao se considerar o negócio jurídico como fonte de normas jurídicas, lembramos que a sua validade é retirada das normas jurídicas hierarquicamente superiores. Nesse sentido, como normas individuais, sua validade é retirada das normas gerais dispostas no ordenamento jurídico, seja por regulamentos ou por normas outras emanadas pelo poder judiciário.

¹⁰¹ Segundo Darcy BESSONE (Ob. cit., p. 38), as normas aplicáveis ao direito dos contratos podem ser de natureza obrigatória ou facultativa. Segundo Tércio Sampaio FERRAZ JÚNIOR, não obstante todas as normas vinculem os sujeitos, algumas delas – as normas obrigatórias, imperativas, injuntivas ou cogentes – são capazes de eliminar-lhes a autonomia, impedindo que seus atos e omissões sejam regulados na forma disciplinada na norma e tornando nulos convenções e acordos que as contrariem. As outras normas (normas dispositivas ou facultativas) só atuam se invocadas pelos interessados ou caso estes se omitam em disciplinar certas situações (FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. *Introdução ao Estudo do Direito – Técnica, Decisão e Dominação*. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2003, p. 124).

PONTES DE MIRANDA elucida tal questão ao tratar do suporte fático da norma jurídica. Em linhas simples, o autor nota que as regras jurídicas dizem “até onde se pode querer”, colocando no mundo jurídico apenas algumas das atividades humanas. No campo da atividade humana, tornam-se jurídicas, ou seja, são fruto da autonomia privada, somente aquelas atividades exercidas dentro dos quadros do direito¹⁰².

Quando se trata da liberdade do indivíduo em escolher se estipula ou não estipula determinado contrato, há limites que se concretizam na própria obrigação de contratar imposta por lei a quem se encontre sob determinadas circunstâncias. Assim, há casos em que, por determinação legal, o fornecedor de bens ou serviços não pode recusar-se a contratar com todas as pessoas que o requeiram, como nos casos de fornecimento de água, eletricidade, transporte público, gás residencial, entre outros¹⁰³.

Já quanto à liberdade de determinar sobre o conteúdo do contrato, existem limitações de ordem estrutural e limitações impostas pela lei. Estruturalmente, a limitação à autonomia privada está presente com força nos contratos associativos *stricto sensu* e nos contratos abertos: a natureza desses contratos não permite que quem ingresse numa associação tenha liberdade de negociar as condições do vínculo que lhe interessa constituir.

A adesão, assim, limita-se à aceitação das cláusulas formuladas em artigos do estatuto. Da mesma forma quem deva participar de um contrato em cuja celebração não tomou parte, nele ingressando depois de concluído.

Também não se pode olvidar das relações submetidas a uma regulamentação autoritária, onde são inseridas automaticamente cláusulas de regulamento legal, tão numerosas que praticamente anulam a vontade das partes.

¹⁰² PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*, t. 3. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, § 254. FORGIONI simplifica as lições do autor: “Para esclarecer o espaço aberto pelas regras exógenas à liberdade de contratar, PONTES DE MIRANDA vale-se da imagem de uma rede. Entre as linhas ‘traçadas pelas regras jurídicas cogentes’, os agentes econômicos podem livremente mover-se. É o ‘espaço deixado às vontades, sem se repelirem do jurídico tais vontades’” (*Teoria Geral...*, p. 83).

¹⁰³ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc, *Curso...*, v. 4, p. 74. No mesmo sentido, ROPPO nota que quem exerce uma atividade em situação de monopólio, por exemplo, tem a obrigação de contratar com quem quer que solicite as prestações que constituem o objeto da atividade, observando igualdade de tratamento (Ob. cit., p. 138). Também LOPEZ, Teresa Ancona. *Princípios Contratuais*. In: FERNANDES, Wanderley (coord.). *Contratos Empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. São Paulo: Saraiva, 2007 (Série GVLaw), p. 32.

Especificamente quanto às limitações impostas pela ordem jurídica, ROPPO nota que o regulamento contratual é formado por várias fontes: além da vontade das partes, normas legais, decisões jurisdicionais e administrativas são limitações à liberdade contratual dos particulares. Quer dizer, registra-se, segundo o autor, em sede de determinação do conteúdo do contrato,

uma dialética entre fontes de tipo diverso, que pode, por comodidade, simplificar-se, numa contraposição entre a fonte ‘voluntária’ (que exprime e realiza a liberdade contratual – e econômica – dos particulares) e as outras fontes diversas da vontade das partes que, geralmente – mas nem sempre [...] – exprimem uma lógica e interesses tendencialmente antagônicos, e, portanto, diversos, em relação aos da autonomia privada¹⁰⁴.

Em se tratando de contratos empresariais, essa dialética de fontes é facilmente perceptível.

Por um lado, os contratos empresariais são celebrados sob a égide da autonomia privada, no mundo dos fatos, com base nos usos e costumes mercantis (e, portanto, sem a presença de juristas), com o escopo de lucro (ou seja, buscando sempre o proveito econômico), e em vista de determinado fim, potencialmente vantajoso, ligado à circulação de bens e serviços. Assim, o agente econômico efetivamente celebra o contrato (e o faz de determinada forma) quando entende que esta é a alternativa capaz de fornecer maiores resultados com os menores custos de transação. Ou seja, o agente econômico celebra o contrato quando entende que esta é “a melhor alternativa possível para a satisfação de sua necessidade”¹⁰⁵.

Por outro lado, no entanto, a prática mercantil exige um sistema de com alto grau de segurança e previsibilidade, que só pode ser observado com a superação da individualidade em prol do caráter impessoal e mecânico do mercado. Assim, as relações jurídicas estabelecidas entre os agentes econômicos são limitadas por salvaguardas legais dos valores reconhecidos e promovidos em cada ordenamento – são salvaguardas capazes de lidar com a racionalidade limitada do agente econômico, com a incompletude contratual, com a solução das contingências que podem advir no curso do negócio, com

¹⁰⁴ Ob. cit., p. 140. O autor nota, ainda, que a relação entre essas fontes varia historicamente e sofre diversas transformações.

¹⁰⁵ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral...*, p. 60-1.

o egoísmo do agente econômico, com os problemas decorrentes da globalização dos contratos comerciais (na verdade, do próprio direito comercial), com o oportunismo do agente econômico (problemas decorrentes da relação agente-principal¹⁰⁶), com a modificação do comportamento pós-contratual (*moral hazard*¹⁰⁷), e, ainda, com o aumento da dependência econômica pelo contrato.

Assim, não obstante não seja absoluta, a autonomia privada prevalece na seara do direito comercial, sendo limitada por normas “corretoras de rota”¹⁰⁸. Em razão disso, a validade e eficácia dos negócios jurídicos é condicionada à sua licitude, verificada quando os contratos forem realizados dentro dos limites deixados pela lei ao agente econômico.

Tendo isso vista, é fácil compreender porque as primeiras limitações à autonomia privada surgiram no esteio de tutelar o próprio vínculo contratual: as limitações à autonomia privada surgiram, em um primeiro momento, para proteger a própria autonomia privada, por meio do princípio do *pacta sunt servanda*, fazendo com que o negócio jurídico se estabeleça na forma efetivamente querida pelas partes.

Com a adoção de valores sociais pelo direito privado¹⁰⁹ e com a percepção de que contrato não existe isolado na sociedade, podendo repercutir em interesses alheios,

¹⁰⁶ Os conflitos de agência surgem quando um agente econômico (principal) depende de outro agente econômico (agente) para a tomada de decisões. Conforme ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, “an ‘agency problem’ – in most general sense of the term – arises whenever the welfare of one party, termed ‘principal’ depends upon actions taken by another party, termed ‘agent’. The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest” (ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. Harvard Law and Economics Research Paper Series*, nº 644. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>. Acesso em: 03 jan. 2012).

¹⁰⁷ A expressão *moral hazard* surgiu no âmbito da Teoria dos Contratos, decorrente de estudos relacionados à assimetria informacional, ou seja, à situação em que uma das partes da relação negocial possui uma informação que a outra não poderia obter sem algum custo (sobre o assunto, vale a leitura de AKERLOF. *Market for Lemmons. The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, nº 3, p. 488-500, ago./1970, artigo que garantiu ao autor o Prêmio Nobel). Segundo FARINA, AZEVEDO e SAES, “o termo *moral hazard* aplica-se ao comportamento pós-contratual da parte que possui uma informação privada e pode dela tirar proveito em prejuízo à(s) sua(s) contraparte(s)” (Ob. cit., p. 63).

¹⁰⁸ FORGIONI, Paula Andrea. *A interpretação...*, p. 8. Segundo a autora, o direito comercial de hoje é “um sistema que incorpora correções de rota, que, por vezes, mostrou-se excessivamente liberal (e, portanto, jurídica e socialmente inadequada)”.

¹⁰⁹ Conforme Teresa Ancona LOPEZ, enquanto o Código Civil de 1916 era inspirado no formalismo jurídico e no individualismo, o Código Civil de 2002 é fundado em valores essenciais como a eticidade, a sociabilidade e a operabilidade (Ob. cit., p. 11-12). Assim, princípios e regras devem ser lidos e interpretados conforme tais valores, que, em última instância, refletem valores constitucionais. Segundo REALE, o Código Civil de 2002 se pauta em referências à equidade, à boa-fé, à justa causa

as limitações à autonomia privada passaram a buscar a tutela de interesses além dos das partes e do próprio vínculo contratual (por exemplo, credores, o próprio mercado, e a sociedade).

Essa tutela vai muito além de verificar se um contrato foi celebrado de acordo com os dispositivos legais e regulamentares aplicáveis: ainda que o contrato observe todas as disposições gerais e específicas, o ordenamento jurídico tutela a situação em que a parte abusa de seus direitos.

Nesse sentido, vale notar que o Código Civil de 2002 prevê, em seu artigo 187, a figura do abuso de direito, causa geradora de obrigações ao lado dos atos ilícitos¹¹⁰.

O abuso de direito decorre da interpretação dos direitos como relativos e não mais absolutos. Assim, o desvio de finalidade no exercício de um direito, que deve observar não só a ordem jurídica, mas também os costumes, a ordem social, a equidade, ao prejudicar a outra parte, gera a responsabilidade do indivíduo que o exerce.

Ao lado da figura do abuso de direito, existe, ainda, a hipótese em que uma das partes atua fraudando a lei. Não se trata, neste caso, de uma ilegalidade, mas sim de um desvirtuamento dos objetivos da lei (e das razões de sua aplicação) aplicáveis a determinado negócio.

Assim, além de a autonomia privada ser limitada pela lei, fazendo com que a celebração de negócios deva sempre se dar na mais perfeita legalidade, deve o agente

e demais critérios éticos, que não estavam presentes no Código Civil de 1916. Nesse sentido, o juiz poderia resolver, tanto nas hipóteses de lacunas legais quanto nas hipóteses em que a regra jurídica for deficiente ou inajustável à especificidade do caso concreto, quando e onde previsto, de conformidade com valores éticos. Quanto à sociabilidade, o autor nota que “O ‘sentido social’ é uma das características mais marcantes do projeto, em contraste com o sentido individualista” que condicionou o Código Civil de 1916. Assim, os direitos dos principais personagens do direito privado (o proprietário, o contratante, o empresário, o pai de família e o testador) passam a ser vistos sob a ótica da socialidade, fazendo prevalecer os interesses coletivos sobre os individuais. Por fim, quanto ao princípio da operabilidade, passa a valer a máxima de que “o Direito é feito para ser executado”, para atender a situações individuais reais e para ser efetivamente aplicado (Visão geral do Projeto de Código Civil. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 87, nº 752, p. 22-30, jun./1998. Disponível em: www.miguelreale.com.br. Acesso em: 10 ago. 2013).

¹¹⁰ Não obstante, não se confundem os atos ilícitos com o abuso de direito. Enquanto no ato ilícito verifica-se a violação quando se afronta diretamente um comando legal, no abuso de direito o indivíduo estaria agindo no exercício de seu direito, mas violando os valores que justificam o reconhecimento desse direito pelo ordenamento jurídico.

econômico observar também as razões da existência daquela norma, e atuar, assim, no sentido determinado pelo ordenamento jurídico.

Tais limitações serão analisadas, buscando identificar os valores, considerados legítimos pelo ordenamento jurídico, limitadores da autonomia privada. Vale ressaltar que não se pretende a exaustão dessa análise, tendo em vista o escopo do presente trabalho.

A. Proteção da vontade

Como vimos, a autonomia privada decorre da autonomia da vontade, pela qual os particulares têm a possibilidade de praticar um ato jurídico. A vontade, assim, impulsiona e dirige determinado comportamento, que pode produzir efeitos jurídicos, conforme observe determinados requisitos.

Nesse sentido, é imperioso que aquele que emana a vontade o faça de forma livre e consciente e, ainda, que tenha a aptidão para o exercício de direitos. Ou seja, para a concretização de um negócio jurídico, aquele que emana a vontade deve ter, além da capacidade de direito (ou de gozo), a capacidade de fato (ou de exercício).

Assim, são eivados de invalidade os negócios jurídicos realizados por incapazes, pessoas absolutamente inidôneas para o exercício dos atos da vida civil: (i) menores de dezesseis anos, (ii) aqueles que, em razão de enfermidade ou deficiência mental, não tiverem o necessário discernimento para a prática desses atos, e, ainda, (iii) aqueles que, mesmo por causa transitória, não puderem exprimir sua vontade (artigo 3º e artigo 104 do Código Civil de 2002).

Os negócios jurídicos celebrados por relativamente incapazes, i.e., nos termos do artigo 4º do Código Civil de 2002, os maiores de dezesseis e menores de dezoito anos, pródigos, excepcionais (sem desenvolvimento mental completo), os ébrios habituais, os viciados em tóxicos e os que, por deficiência mental tiverem o discernimento reduzido, são anuláveis, podendo, conforme anota GOMES, permanecer

em “estado de pendência” até a aquisição da capacidade de fato, quando poderá haver a convalidação pela confirmação¹¹¹.

Em alguns casos a lei exige, além da capacidade, a legitimidade para a prática do ato. Assim, por exemplo, o artigo 973 do Código Civil de 2002 dispõe que, caso a pessoa não tenha legitimidade para a prática dos atos de empresário, responderá pessoalmente pelas obrigações contraídas.

Vale notar, além disso, que para que a vontade gere efeitos jurídicos, deve ser uma vontade qualificada. Ou seja, deve referir-se a um objeto lícito e possível e, ainda, ser emitida na forma prescrita na lei.

Assim, uma declaração de vontade deverá recair sobre um objeto (coisas ou serviços) que não contrarie a lei ou outros preceitos fundamentais que governam a vida social. Além disso, deverá recair sobre algo física e juridicamente possível, notando-se que tal impossibilidade deve ser verificada no momento da celebração do negócio.

Quanto à forma, em regra, não há necessidade de forma especial. No entanto, alguns negócios devem ser exercidos na forma prescrita em lei, a fim de resguardar a declaração de vontade de defeitos que possam afetá-la, facilitando a prova do ato ou dando-lhe publicidade¹¹².

Além dessas condições de realização dos contratos, a legislação pátria impõe, ainda, que, para que o negócio seja normal e regular, a vontade, caso exista¹¹³, não pode padecer de vícios capazes de distorcê-la.

GOMES explica essa exigência legal por meio da análise do processo de formação do negócio jurídico. Segundo o autor, não obstante o Direito não se importe com os motivos do negócio jurídico, sua falsa representação pode suscitar desconformidade entre a vontade real e a vontade declarada. Por essa razão, a ordem jurídica permite a invalidação dos negócios celebrados por uma parte que não os celebraria caso tivesse conhecimento de todos os fatos envolvidos¹¹⁴, bem como dos

¹¹¹ *Introdução ao Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2007, p. 330-331.

¹¹² Tais formas são chamadas vinculadas ou necessárias. GOMES, Orlando. *Introdução...*, p. 343.

¹¹³ Notamos que existem situações em que a lei considera a vontade inexistente, como nos casos de coação absoluta, alienação mental, entre outros. Nesses casos, o negócio é considerado inexistente, razão pela qual este ponto não será aprofundado.

¹¹⁴ *Introdução...*, p. 369.

negócios celebrados em decorrência de uma vontade distorcida em decorrência do contexto em que foi emitida.

Tendo isso em vista, é possível concluir que o direito brasileiro apresenta mecanismos para garantir que a autonomia privada decorra, de forma lógica e coerente, do exercício da autonomia da vontade. Nesse sentido, VERÇOSA nota que

o Direito cerca a vontade contratual, construindo em torno dela uma ‘muralha de proteção’, para o fim de reconhecer a existência de um contrato apto a produzir seus efeitos próprios, tais como decorrentes de sua própria estrutura geral e particular e da vontade das partes¹¹⁵.

Contudo, não obstante o Código Civil de 2002 traga, a fim de proteger a parte contratante, diversas regras aplicáveis aos vícios da vontade, permitindo a invalidação do negócio jurídico realizado, não seria correto dizer que tais normas se configuram como limitações à autonomia privada. Ao contrário, os mecanismos de invalidação dos negócios jurídicos decorrentes de uma manifestação de vontade diversa da vontade real tutelam a própria autonomia privada, permitindo que às partes seja assegurado que contratem aquilo que efetivamente desejam contratar.

O referido diploma (artigo 171 do Código Civil de 2002) legal prevê, assim, que os negócios jurídicos realizados com vícios da vontade¹¹⁶, presentes nas figuras de erro, dolo, coação, estado de perigo e a lesão, que serão analisadas mais detidamente, são anuláveis. Existem, ainda, vícios da vontade que atingem não a vontade em sua formação, mas tornam o ato defeituoso por configurar “uma insubordinação da vontade às exigências legais no que diz respeito ao resultado querido”¹¹⁷. Assim, os casos de simulação e de fraude contra credores, vícios sociais da vontade (e, portanto, a serem analisados no item que trata da tutela de terceiros), também invalidam o negócio jurídico.

¹¹⁵ *Curso...*, v. 4, p. 296.

¹¹⁶ Os vícios da vontade, também conhecidos como vícios psíquicos, manifestam-se diretamente sobre a vontade, criando uma oposição irreduzível entre o propósito íntimo do agente e sua expressão. A par dos vícios da vontade, também é possível falar em vícios sociais que, conforme MONTEIRO, comprometem não só a vontade, mas também a ordem jurídica, “pela deliberada afronta à lisura, à honestidade e à regularidade do comércio jurídico” (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*, v. I. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 234).

¹¹⁷ GOMES, *Introdução...*, p. 370.

Dentre os vícios da vontade, tanto o erro como o dolo impedem que a vontade do declarante se forme em consonância com sua verdadeira motivação.

No caso do erro, o agente “crê verdadeiro o que é falso, ou falso o que é verdadeiro”¹¹⁸, seja em razão de ignorância, seja em decorrência da falsa percepção da realidade¹¹⁹.

Nesse sentido, os artigos 138 a 144 do Código Civil de 2002 tratam dos casos de invalidade dos negócios jurídicos quando as declarações de vontade que lhes deram origem emanarem de erro substancial¹²⁰ perceptível por pessoa de diligência normal no contexto do negócio¹²¹⁻¹²².

O dolo¹²³, por sua vez, tratado nos artigos 145 a 150 do Código Civil de 2002, é a provocação intencional, de forma maliciosa, de um erro por uma das partes

¹¹⁸ GOMES, *Introdução...*, p. 374.

¹¹⁹ Conforme anota MONTEIRO, não obstante o Código Civil de 2002 equipare o erro e a ignorância, não se tratam do mesmo fenômeno. Com efeito, enquanto a ignorância é o completo desconhecimento de um fato ou sobre um objeto, o erro é uma falsa noção sobre o fato ou sobre o objeto. Ou seja, “na primeira, a mente está *in albis*; na segunda, o que nela está registrado é falso” (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso...*, p. 234). No mesmo sentido, GOMES, Orlando. *Introdução...*, p. 374.

¹²⁰ Nos termos do Código Civil, erro substancial é aquele que (i) interessa à natureza do negócio, ao objeto principal da declaração ou a alguma das qualidades a ele essenciais; (ii) é relativo à identidade ou à qualidade essencial da pessoa a quem se refira a declaração da vontade, desde que tenha influído nesta de modo relevante; ou (iii) que, sendo de direito e não implicando recusa à aplicação da lei, for motivo único ou principal do negócio.

¹²¹ No âmbito do direito privado, é de se notar que anteriormente, entendia-se que, para o negócio jurídico ser anulável por erro, deveria restar demonstrada sua escusabilidade. Esse aliás, é o posicionamento de Orlando GOMES (*Introdução...*, p. 374). No entanto, em razão do princípio da confiança, com o Enunciado 12 da I Jornada do STJ, passou-se a dispensar a escusabilidade do erro para que o negócio possa ser anulado: “Na sistemática do artigo 138, é irrelevante ser ou não escusável erro, porque o dispositivo adota o princípio da confiança”.

¹²² Vale notar que o erro na declaração (e não na formação da vontade) torna o negócio anulável, e não nulo *per se*. Outra peculiaridade que pode ser notada, também, é que o erro de cálculo não leva à anulação do negócio, mas somente à possibilidade de retificação da declaração da vontade. Quanto ao erro *in juris*, ou seja, o erro de direito, é importante notar que a Lei de Introdução ao Direito Brasileiro (anteriormente conhecida como Lei de Introdução ao Código Civil), dispõe que ninguém se escusa de cumprir a lei alegando que não a conhece. Ou seja, não cabe o erro de direito quando houver infração à norma de ordem pública ou cogente. Não obstante, o erro poderá ser alegado quando substancial e, nos termos do artigo 139, III do Código Civil de 2002, quando, não implicando recusa na aplicação da lei, for o motivo único ou principal do negócio jurídico.

¹²³ Ainda que o assunto não seja aprofundado, por não ser este o tema central do presente trabalho, importa notar que se trata aqui de dolo civil e não do dolo penal (quando o agente quis o resultado ou assumiu o risco de produzi-lo) ou do dolo processual (decorrente do comportamento de um litigante numa causa processual, que busca protelar o julgamento do feito) (MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso...*, p. 244).

contratantes, que busca uma declaração de vontade da outra parte que definitivamente não seria emitida se não houvesse essa indução.

Os negócios jurídicos decorrentes de dolo são anuláveis quando (i) verificar-se a intenção de induzir o declarante a praticar o negócio jurídico; (ii) forem utilizados recursos fraudulentos graves (ou seja, quando se trata de *dolus malus* e não de *dolus bonus*, caracterizado pelo exagero, pela falta de artifícios); (iii) os artifícios utilizados forem determinantes da manifestação de vontade; e, por fim, (iv) o induzimento malicioso proceder do outro contratante ou de terceiro com conhecimento do outro contratante (por exemplo, por meio de conluio)¹²⁴.

Passando à análise da coação, trata-se de pressão ou ameaça, física ou moral¹²⁵, que faz com que a parte tenha sua vontade alterada, deixando de agir de acordo com suas intenções e convicções em razão de fundado temor de dano iminente e considerável à sua pessoa, à sua família ou aos seus bens.

Para que a coação, tratada nos artigos 151 a 155 do Código Civil de 2002, vicie a vontade, precisa, segundo GOMES, reunir os seguintes requisitos: (i) ser a causa determinante da vontade declarada; (ii) incutir temor de grave dano; e (iii) ser injusta¹²⁶. MONTEIRO acrescenta, ainda, que o temor diga respeito a dano iminente¹²⁷: a ameaça de dano remoto, longínquo, possível ou evitável não constitui coação apta a viciar o consentimento.

Importante notar que para a averiguação da coação, deve ela ser sempre contextualizada. Assim, nos termos do artigo 152, as circunstâncias da coação devem ser analisadas.

¹²⁴ Também o dolo é visto de forma distinta pelo ordenamento jurídico conforme o elemento em que recaia. Assim, o dolo, conjugando um comportamento ilícito (elemento objetivo), que é o enganar a outra parte, e a intenção de enganar (*animus decipiendi*), pode levar à anulabilidade do negócio ou ao direito de indenização de perdas e danos, conforme recaia sobre elemento essencial do negócio ou provoque apenas desvios dentro de certos limites (GOMES, Orlando. *Introdução...* p. 377-378).

¹²⁵ Importante lembrar que somente a coação moral vicia o consentimento. A coação física exclui a vontade, de modo que não há que se falar em negócio anulável, mas em negócio nulo. Nesse sentido, Orlando GOMES (*Introdução...*, p. 379) e Washington de Barros MONTEIRO (*Curso...*, p. 252).

¹²⁶ Vale notar que não configura coação o exercício regular de um direito, salvo se a ameaça de exercê-lo busca obter vantagens excessivas, transformando-se em uma intimidação temerária (GOMES, Orlando. *Introdução*, p. 379).

¹²⁷ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso...*, p. 253.

O estado de perigo, por sua vez, tratado no artigo 156 do Código Civil de 2002, ocorre quando alguém, premido da necessidade de salvar-se, ou a pessoa de sua família, de grave dano conhecido pela outra parte, assume obrigação excessivamente onerosa. Segundo GOMES, o Código Civil de 2002 caracteriza o estado de perigo conforme se apresentem os seguintes requisitos: (i) existência de grave dano; (ii) ameaça de alguém sofrê-lo; (iii) necessidade do ameaçado de salvar-se ou de salvar outra pessoa; (iv) emissão de declaração de vontade do ameaçado; (v) onerosidade excessiva da prestação assumida; e, por fim, (vi) conhecimento do dano pela outra parte¹²⁸.

Por fim, o instituto da lesão relaciona-se com o princípio do equilíbrio econômico do contrato, ou do sinalagma, que atua tanto na formação do contrato como no momento de sua execução. Referido princípio encontra-se presente no Código Civil de 2002 primordialmente como fundamento de duas figuras: a lesão e a revisão ou resolução do contrato por excessiva onerosidade superveniente, que será analisada com mais vagar em momento oportuno. Em ambos os casos, o princípio do equilíbrio econômico do contrato desempenha papel de limite à rigidez do princípio da força obrigatória do contrato¹²⁹.

O instituto da lesão, previsto no artigo 157 do Código Civil de 2002, ocorre “quando uma pessoa, sob premente necessidade, ou por inexperiência, se obriga a prestação manifestamente desproporcional ao valor da prestação oposta”¹³⁰. A lesão está presente no momento da conclusão do negócio; no entanto, é notada somente no momento da execução, quando se constata a desproporção entre as prestações.

¹²⁸ *Introdução...*, p. 384. No mesmo sentido, MONTEIRO, Washington de Barros. Ob. cit., p. 259-260.

¹²⁹ GOMES, *Contratos...*, p. 48. Com a introdução do princípio do equilíbrio econômico do contrato na ordem jurídica brasileira, passou-se a analisar não só se houve o estrito cumprimento do contrato, mas também a forma como o contrato foi celebrado e se sua execução não acarreta extrema vantagem para uma das partes e desvantagem excessiva para outra. Vale ressaltar, ainda, que não existe previsão expressa do princípio do equilíbrio econômico do contrato, mas que ele decorre de uma interpretação sistemática de vários dispositivos do Código Civil de 2002, quais sejam os dispositivos que tratam da lesão (artigo 157), do estado de perigo (artigo 156), do pagamento (artigo 137), da proporcionalidade da multa – cláusula penal (artigo 413), da onerosidade excessiva superveniente (artigos 478 a 480), da locação (artigo 567), da empreitada (artigos 616, 620 e 625) e do seguro (artigo 470). Leonardo MATTIETTO observa, ainda, que a positivação do referido princípio também encontra fundamento no princípio constitucional da igualdade, permitindo tanto a vedação da lesão como a revisão do contrato em razão da excessiva onerosidade superveniente. (Ensaio sobre o princípio do equilíbrio contratual. *Revista IOB de Direito Civil e Processual Civil*, Porto Alegre, v. 8, n. 48, p. 128-135, jul.-ago./2007, p. 135)

¹³⁰ BRASIL. Código Civil (2002). Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406compilada.htm. Acesso em: 5 jan. 2014.

A partir da leitura do referido dispositivo, MONTEIRO anota que para a caracterização da lesão, hão de estar presentes os elementos objetivos e subjetivos, quais sejam, a disparidade entre as prestações devidas pelas partes, facilmente detectada por qualquer que tome ciência do negócio, e o “dolo de aproveitamento”, a busca do ganho desmesurado em face da efetiva hipossuficiência da parte naquela contratação¹³¹⁻¹³².

Analizados os vícios da vontade previstos no Código Civil de 2002, impera notar que seu tratamento deve ser distinto conforme se trate de contratos celebrados no âmbito dos contratos privados (tutelados pelo Código Civil), dos contratos de consumo (tutelados especialmente pelos artigos 46 a 54 do Código de Defesa do Consumidor), que não serão analisados aqui, em razão do tema central do presente trabalho, e dos contratos mercantis.

Esse tratamento diferenciado dos contratos mercantis não significa, contudo, que o empresário pode infringir normas de direito civil. Ao contrário, o controle de legalidade que se faz em ambas as espécies contratuais é o mesmo: verifica-se se o negócio observou os fundamentos objetivos do contrato, os valores e os interesses tutelados pelo ordenamento. As premissas, contudo, é que se distinguem, pois os valores e os interesses tutelados em cada seara não são comuns: o empresário, em razão de sua *expertise*, deve observar padrões de diligência diferenciados, fazendo com que a interpretação das normas contratuais para fins de aplicação aos contratos comerciais ocorram *cum granu salis*, como já visto, privilegiando-se a contextualização do negócio no mercado.

Já constatamos anteriormente que, no Direito Comercial, a autonomia privada deve imperar. No entanto, faz-se mister uma base mínima de direitos e obrigações que permita que o contrato tenha força e validade, sob pena de prejudicar a credibilidade do próprio mercado.

¹³¹ MONTEIRO, Washington de Barros. Ob. cit., p. 261-262.

¹³² A lesão já era tratada no Código de Defesa do Consumidor, que dispunha que o negócio em que presente a lesão, travado no âmbito do direito do consumidor, era anulável. Na ótica do Direito Civil, vale notar que os Enunciados 149 e 290 do Conselho da Justiça Federal esclarecem que, no caso de desproporção manifesta entre as prestações assumidas, o negócio jurídico é anulável, não se presumindo, contudo, a premente necessidade ou inexperiência do lesado. Adicionalmente, em atenção ao princípio da conservação dos contratos, a verificação da lesão deverá conduzir, sempre que possível, à revisão do negócio, e não à sua anulação.

Com efeito, o direito comercial age sobre um mercado livre, onde se busca a maximização da produção e a racionalização do lucro, dependente da atuação de agentes livres, bem informados e diligentes quanto ao cálculo dos custos de transação envolvidos em um negócio. Contudo, em razão da assimetria informacional e da necessidade de correção dessas situações pelo Direito, o ideal de liberdade cede lugar ao reconhecimento da validade dos contratos somente quando adequados à lógica do mercado¹³³.

Assim, aquele que assume compromissos no âmbito de uma operação econômica deve estar em condições de avaliar suas conveniências de modo correto, sem a intervenção de elementos que perturbem ou alterem a sensatez e a racionalidade das decisões contratuais. Nesse sentido, a lei prevê mecanismos capazes de remediar situações em que o processo de formação da vontade contratual de uma das partes seja falseado a ponto de privar de razoável credibilidade o cálculo econômico erigido como fundamento da iniciativa¹³⁴.

Em direito comercial, questões quanto à capacidade das pessoas para a celebração do contrato não se colocam. A capacidade dos empresários e da sociedade empresária é presumida, não havendo, assim, que se falar em nulidade ou anulabilidade do contrato por incapacidade do agente.

Quanto aos vícios da vontade, estes se referem à determinação da vontade do declarante, fundada na realidade. Nesse sentido, é necessário analisar o negócio sempre dentro do contexto do mercado e dos *standarts* de conduta dos empresários, que, como já anotado, devem observar padrões de diligência diferenciados.

Assim, para determinar se um negócio padece do vício de erro, será necessário analisá-lo em face da atividade do empresário. Se o objeto do contrato for relacionado à atividade empresarial, o instituto do erro não deverá ser aplicado, pois presume-se que o empresário ou o administrador tem conhecimento sobre a natureza do

¹³³ Nesse sentido, é possível anotar a lição de ROPPO. Para o autor, um contrato “funciona” quando os efeitos do contrato representam o caráter juridicamente vinculante das transferências de riquezas que substanciam a operação econômica querida pelos participantes, o que só ocorre “enquanto a medida e a qualidade dos efeitos por ele produzidos correspondam às expectativas e aos projetos da autonomia privada”. No entanto, muitas vezes circunstâncias impedem que o contrato realize adequadamente a operação econômica por ele perseguida, porque os efeitos do contrato não correspondem às expectativas e aos projetos formulados pelas partes nas suas escolhas de autonomia privada. Nesses casos, o contrato não funciona (ROPPO, Enzo. Ob. cit., p. 220).

¹³⁴ ROPPO, Enzo. Ob. cit., p. 227.

negócio, sobre a identidade ou a qualidade da pessoa com quem contrata, e, ainda, sobre as disposições legais aplicáveis. Adicionalmente, deve-se considerar que a diligência do empresário no contexto negocial não é a mesma diligência de uma pessoa comum, pois é diligência profissional aplicada ao negócio. Esse raciocínio também afasta a verificação da lesão nos negócios jurídicos empresariais: caracterizada pela hipossuficiência de uma das partes, não há que se falar em sua aplicação nos contratos empresariais.

O dolo, o estado de perigo, e a coação, por sua vez, não são recorrentes na vida empresarial. Em primeiro lugar, é preciso lembrar que os administradores não respondem pelas obrigações assumidas pela sociedade nos atos de gestão empresarial. Em se tratando das sociedades anônimas, objeto do presente trabalho, não respondem elas pelos atos dos administradores quando exercidos além de seus poderes.

Quanto ao estado de perigo, está intimamente ligado à segurança física das pessoas, do que decorreria, conforme VERÇOSA, sua inaplicabilidade ao direito empresarial¹³⁵.

Já quanto ao dolo e à coação, deverão ser analisados em face da atuação do administrador em nome e no interesse da sociedade, conforme parâmetros do estatuto social¹³⁶. Nesse sentido, é possível identificar tais institutos jurídicos nos casos de grupos de sociedades, quando a declaração de vontade emanada por uma delas resulte em proveito para a outra, ou, ainda, nos casos de abuso de posição dominante, especialmente na celebração de contratos de longa duração com custos idiossincráticos ou *sunk costs*¹³⁷ envolvidos. As normas limitadoras da autonomia privada atuam, assim, no sentido de tutelar o próprio mercado relativamente à atuação de agentes econômicos que acabam, ao forçar declarações de vontade diversas da vontade real, por falsear todo o sistema.

¹³⁵ *Curso...*, v. 4, p. 329

¹³⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso...*, v.4, p. 324.

¹³⁷ Os custos idiossincráticos e os *sunk costs* decorrem de investimento específico em um negócio, requerendo recursos exclusivamente direcionados para a transação. Em razão dessa especificidade, tais custos são irrecuperáveis pelo agente econômico quando da saída do negócio ou do mercado (SALOMÃO, Calixto. *Direito concorrencial: as condutas*. São Paulo: Malheiros. 2003).

B. Proteção do vínculo contratual: o pacta sunt servanda e seu abrandamento

Uma vez realizado um contrato (dentro dos limites impostos pela lei), as partes ficam a ele vinculadas. A primeira e principal limitação, assim, à autonomia privada, é a ela relacionada: o princípio do *pacta sunt servanda*, princípio não escrito no direito brasileiro pelo qual o contrato não pode ser desfeito, nem modificado, por vontade de apenas um dos contraentes.

A relação entre o princípio da autonomia privada e o *pacta sunt servanda* é lógica: “de nada valeria a autonomia da vontade se não tivesse força vinculativa e obrigatória entre as partes”¹³⁸.

O princípio do *pacta sunt servanda* é imprescindível ao giro mercantil na medida em que freia o natural oportunismo dos agentes econômicos¹³⁹ ao determinar que (i) o vínculo contratual é irrevogável; (ii) o conteúdo da obrigação é intangível; e (iii) o cumprimento das obrigações pactuadas deve ser pontual¹⁴⁰.

O respeito ao estabelecido pelos contratos não deve ser observado somente pelas partes, mas também pelo Estado que, por meio dos magistrados, não pode suavizar ou libertar as partes do acordado. Nesse sentido, a força obrigatória dos contratos impede que, diante de acontecimentos supervenientes determinantes da ruptura do equilíbrio das prestações, o Estado, por meio do órgão da magistratura, restaure o equilíbrio contratual

¹³⁸ Como bem nota Teresa Ancona LOPEZ, segundo tal princípio, “desde que as partes, no uso de sua liberdade, queiram se submeter a regras por elas próprias estabelecidas e, tendo sido observados todos os pressupostos e requisitos impostos pelo ordenamento, o contrato obriga os contratantes como se fosse lei imperativa (*lex privata*)” (Ob. cit., p. 34-35). Darcy BESSONE, notando que a fundamentação de tal princípio é relacionada a questões filosóficas (razão pela qual não o estudo não será aprofundado neste ponto), elenca oito teorias que justificam o *pacta sunt servanda*: (i) teoria da socialidade ou do pacto social, mediante a qual as pessoas devem ser fiéis às próprias promessas; (ii) teoria da tradição, mediante a qual a promessa consistiria na abdicação de direito e a aceitação na ocupação do direito abdicado mediante tradição; (iii) teoria do abandono da própria liberdade, mediante a qual há, livremente, a apropriação, por uma pessoa, de uma parte da liberdade de outra pessoa; (iv) teoria do interesse, mediante a qual o não cumprimento do pactuado representaria quebra de confiança, afetando a reputação do indivíduo; (v) teoria de Ahrens, mediante a qual o cumprimento do pactuado decorreria da consciência e da razão, que mandam fazer o bem; (vi) *neminem laedere*, mediante a qual não se admite que se faça mal a terceiro; (vii) teoria da veracidade, mediante a qual a lei da natureza obriga o homem a dizer a verdade e, assim, a cumprir o prometido; e (viii) teoria de *Cimballi*, mediante a qual as pessoas têm o direito natural de disposição da própria liberdade e da necessidade de respeitar o direito do aceitante (BESSONE, Darcy. Ob. cit., p. 31-32).

¹³⁹ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral...*, p. 81. No mesmo sentido, GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 43.

¹⁴⁰ LOPEZ, Teresa Ancona. Ob. cit., p. 35.

ou libere a parte sacrificada, tendo-se em vista a presunção de que as condições contratuais foram livremente estipuladas e, por isso, devem ser cumpridas.

Contudo, nem mesmo o princípio da força obrigatória dos contratos é absoluto. Com efeito, “o intransigente respeito à liberdade individual que gerara intolerância para com a intervenção do Estado cedeu em face dos novos fatos da realidade social, cessando, em consequência, a repugnância a toda limitação dessa ordem”¹⁴¹.

Não obstante as partes tenham plena autonomia para regulamentar seus próprios interesses, e, conseqüentemente, tenham o dever de cumprir o pactuado pelo princípio do *pacta sunt servanda*, o direito, preocupado com a justiça contratual, passou a tutelar o equilíbrio econômico do contrato, de modo a evitar que ele sirva de “instrumento para que, sob a capa de um equilíbrio meramente formal, as prestações em favor de um contratante lhe acarretem um lucro exagerado em detrimento do outro contratante”¹⁴².

Nesse sentido, como já visto acima, o princípio do equilíbrio econômico do contrato também é fundamento da resolução do contrato por excessiva onerosidade superveniente, conhecida como teoria da imprevisão¹⁴³.

¹⁴¹ GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 39.

¹⁴² NEGREIROS, Teresa. Ob. cit., p. 156.

¹⁴³ A teoria da imprevisão nasceu na Idade Média, especificamente no Direito Canônico, com a acolhida da cláusula *rebus sic standibus*: “os contratos que têm trato sucessivo e dependência futura devem ser entendidos estando as coisas assim” (AZEVEDO, Álvaro Villaça. O Novo Código Civil Brasileiro: tramitação, função social do contrato, boa-fé objetiva, teoria da imprevisão e, em especial, onerosidade excessiva (*laesio enormis*). *Revista Jurídica*, Porto Alegre, v. 51, p. 7-25, 2003). Ricardo Pereira LIRA nota que há juristas que encontram, já na Roma Antiga, alguns temperamentos ao dogma da intangibilidade dos contratos (LIRA, José-Ricardo Pereira. A Onerosidade Excessiva no Código Civil e a Impossibilidade de Modificação Judicial dos Contratos Comutativos sem Anuência do Credor. *Revista de Direito Renovar*, v. 44-45, 2009, p. 91). Segundo Orlando GOMES, a alteração na aplicação do princípio ocorreu no contexto do pós-guerra, quando as situações contratuais, por força das circunstâncias, se tornaram insustentáveis e, portanto, puderam ser revistas. A Lei Faillot, de maio de 1918, consagrou o princípio da revisão, permitindo que os contratos de execução continuada celebrados antes de 1º de agosto de 1914 poderiam ser resolvidos se, em virtude do contexto econômico, o cumprimento das obrigações causasse prejuízo muito maior do que o que poderia ser previsto à época de sua celebração (GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 39-40).

Após seu desaparecimento, no século XVIII, por conta do florescimento dos ideais individualistas do capitalismo nascente, a cláusula *rebus sic standibus* é resgatada com o fim de abrandar o *pacta sunt servanda*, permitindo a proliferação de doutrinas que lidam com a possibilidade de alterações contratuais (dentre elas a teoria da imprevisão e da onerosidade excessiva).

Pela teoria da imprevisão, nos casos em que acontecimentos extraordinários provocarem alteração substancial no cumprimento da obrigação, ao ponto de torná-la excessivamente onerosa, implicando em sacrifício econômico para o seu cumprimento, o vínculo pode ser resolvido ou, a requerimento do prejudicado, judicialmente alterado¹⁴⁴.

No direito brasileiro, a teoria da imprevisão passou a ser prevista no Código Civil de 2002 por sugestão de Caio Mário da Silva Pereira. Nesse sentido, foram acolhidas (i) a concessão de permissão ao devedor para que requeira judicialmente a resolução contratual, com vedação para que postule a modificação das respectivas cláusulas; (ii) a instituição da faculdade, em favor do credor, para que este, querendo, impeça a resolução do contrato mediante formulação de oferta capaz de restaurar a equivalência das prestações; e (iii) a proibição da interferência do juiz na economia dos contratos, não sendo lícito impor às partes aquele que seria, no seu ver, o valor apto a restaurar o equilíbrio das prestações¹⁴⁵.

Para que possa haver, contudo, a resolução contratual ou a modificação das condições contratuais, deve haver, necessariamente, a majoração anormal do custo de cumprimento da obrigação pelo devedor e, concomitantemente, uma vantagem extrema para o credor¹⁴⁶.

Além dessa hipótese de resolução contratual por onerosidade excessiva, existem autores, especificamente no âmbito do direito comercial, filiados à corrente da análise econômica do contrato¹⁴⁷, que defendem a possibilidade de quebra do vínculo contratual na hipótese em que tal quebra fosse mais eficiente que o adimplemento da obrigação, i.e., que sua execução específica.

¹⁴⁴ Nos termos do artigo 317 do Código Civil de 2002, “Quando, por motivos imprevisíveis, sobrevier desproporção manifesta entre o valor da prestação devida e o do momento de sua execução, poderá o juiz corrigi-lo, a pedido da parte, de modo que assegure, quanto possível, o valor real da prestação”.

¹⁴⁵ LIRA, José-Ricardo Pereira. Ob. cit., p. 105.

¹⁴⁶ Segundo AZEVEDO, a jurisprudência brasileira considera, na aplicação da teoria da imprevisão, que o evento alterador do contrato deve ser “excepcional, extraordinário, imprevisível e imprevisível, que modifique de modo sensível e chocante o ambiente em que se formou a ‘*voluntas contrahentium*’, devendo cada caso ser examinado em si mesmo no tempo e no espaço sob o critério da equidade” (Ob. cit., p. 22).

¹⁴⁷ Sobre o assunto, vale a leitura de POSNER, Eric A., *Economic Analysis of Contract Law after Three Decades: Success or Failure?* *Chicago Law & Economics, Olin Working Paper*, nº 146, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=304977>. Acesso em: 05 jun. 2013.

Essas teorias têm sido desenvolvidas na seara da análise econômica do contrato e têm concluído que há circunstâncias em que, apesar de haver um contrato, sua quebra é mais eficiente, por permitir a maximização da riqueza global, ainda que a custa de prejuízo de agente econômico específico. Para os autores filiados a essa corrente, o direito não deve obstar o descumprimento contratual nessas situações, sendo mais adequada a substituição da execução específica pela indenização, já que as vantagens obtidas pelos vencedores são superiores aos prejuízos sofridos pelos perdedores¹⁴⁸.

Contudo, tanto a doutrina da *law and economics* como as teorias que permitem a resolução por onerosidade excessiva ou a modificação de suas condições não podem ser aplicadas aos contratos comerciais. Como anota Paula FORGIONI, no direito comercial, o princípio da força obrigatória dos contratos não deve ser relativizado. O respeito aos pactos é imprescindível para a existênciado mercado, na medida em que freia o oportunismo dos agentes econômicos e permite um ambiente de segurança e previsibilidade capaz de azeitar o fluxo das relações econômicas. Assim, contrariamente a outras áreas do direito, a tendência do direito comercial é impor ao comerciante o respeito aos acordos aos quais livremente se vinculou¹⁴⁹.

Adicionalmente, deve-se notar que o próprio mercado tem mecanismos que incentivam o cumprimento dos contratos, ainda que referida execução específica seja menos eficiente, como a reputação e a possibilidade de inserção de cláusulas penais contratuais. No entanto, quanto a esta, existem limitações aos direitos dos contratantes, que veda que referida indenização seja utilizada com caráter punitivo¹⁵⁰.

No mesmo sentido, José Ricardo Pereira LIRA nota que o *pacta sunt servanda* é fortalecido pelos princípios sociais da boa-fé objetiva e da função social do contrato. Para o autor, a constatação de que os referidos princípios são diferentes quando se trata de sua aplicação nos campos do direito do consumidor e do direito privado “é até gritante nas relações entre empresários, à vista do arsenal de institutos plenamente

¹⁴⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 17.

¹⁴⁹ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral...*, p. 81.

¹⁵⁰ Nos termos do artigo 413 do Código Civil de 2002, a penalidade deve ser reduzida equitativamente pelo juiz se a obrigação principal tiver sido cumprida em parte ou se o montante da penalidade for manifestamente excessivo.

maduros e eficazes ao seu dispor, concebidos sob medida para contornar transtornos como o do desequilíbrio entre prestações contratuais”¹⁵¹.

Diante do exposto, notamos que, na seara do direito comercial, a relativização do *pacta sunt servanda* é mínima, em especial se comparada a outras sendas do direito, em vista da relevância dada à autonomia privada. Aos agentes econômicos cabe, então, a contratação fundada em uma correta avaliação do risco a que estão sujeitos, sob pena de terem que arcar com suas escolhas independentemente da possibilidade de flexibilização do vínculo, possível somente sob a ótica do direito do consumidor ou do direito civil.

C. Proteção de terceiros

O princípio da relatividade das convenções, segundo o qual os contratos só têm eficácia em relação às partes, nem aproveitando, nem prejudicando a terceiros¹⁵², passou a ser limitado ao longo do tempo, com a percepção de que o contrato deve ser apreendido como inserido na sociedade, tendo, portanto, relevância como “fato social”, repercutindo em interesses alheios.

Nesse sentido, anota Darcy BESSONE que o direito deve regular as relações dos homens, vivendo em sociedade. “Não pode, portanto, ponderar apenas os interesses do emitente da declaração. É necessário que tenha em linha de conta, por igual, os da pessoa a quem é dirigida e, sobretudo, os de terceiros, caso ligados a elas”¹⁵³.

¹⁵¹ Ob. cit., p. 104. Com efeito, como anota Otavio YAZBEK, o mercado desenvolveu todo um instrumental para a identificação e quantificação dos riscos, bem como para a criação de soluções aptas à sua transferência ou repartição. Nesse instrumental de administração de riscos tanto pela via negocial como por meio de arranjos institucionais ou regulatórios, constam mecanismos de controles internos, instrumentos financeiros negociáveis (nos quais os riscos são incorporados) e mecanismos de intermediação destinados à assunção profissional dos riscos (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Elsevier, 2009, p. 26).

¹⁵² GOMES, Orlando. *Contratos...*, p. 47.

¹⁵³ BESSONE, Darcy. Ob. cit., p. 46-47.

Quer dizer, se o contrato envolver interesses de pessoas inocentes, que hajam confiado na declaração, deverá haver o sacrifício do interesse do declarante em prol da segurança nas relações jurídicas¹⁵⁴.

Nesse sentido, o ordenamento jurídico prevê algumas situações nas quais a autonomia privada poderá ser sacrificada em favor do interesse de terceiros não envolvidos no negócio, mas por ele afetados, merecendo destaque a proteção de credores, por meio da fraude contra credores, da simulação e demecanismos da lei falimentar.

A simulação, por exemplo, traz uma inverdade que visa a burlar a lei, fraudar o fisco, prejudicar credores. Segundo Washington de Barros MONTEIRO, “ela se caracteriza pelo intencional desacordo entre a vontade interna e a declarada, no sentido de criar, aparentemente, um ato jurídico que, de fato, não existe, ou então oculta, sob determinada aparência, o ato realmente querido”¹⁵⁵. Diferencia-se, no entanto, do dolo, por ser conhecida da outra parte, sendo ignorada apenas por terceiros.

A simulação é causa de nulidade do negócio jurídico e, segundo o artigo 167 do Código Civil de 2002, que o regula, ocorre quando (i) o negócio aparenta conferir ou transmitir direitos a pessoas diversas daquelas às quais realmente se confere, ou transmite; (ii) se verifica declaração, confissão, condição ou cláusula não verdadeira; e, por fim, quando (iii) se verifica alteração de data, de modo que os instrumentos particulares sejam antedatados ou pós-datados. Vale notar, contudo, que, a fim de tutelar terceiro de boa-fé, subsistirá o contrato dissimulado.

Já a fraude contra credores é a diminuição maliciosa do patrimônio a fim de prejudicar terceiros. Ou seja, é um negócio prejudicial ao credor, exercido com intuito malicioso de prejudicar, por tornar o devedor insolvente ou por ter sido praticado em estado de insolvência.

A matéria é regulada nos artigos 158 e seguintes do Código Civil de 2002, que elencam cinco tipos de negócios jurídicos em que a fraude contra credores pode ser

¹⁵⁴ O mesmo autor nota que, “se não forem afetados senão interesses de quem conduziu o emitente a erro, ou conseguiu a declaração pela utilização de meios dolosos, ou a obteve sem causa, então a vontade real deve prevalecer, sem embargo da declaração” (Ob. cit., p. 47).

¹⁵⁵ Ob. cit., p. 263.

verificada: (i) negócios de transmissão gratuita de bens; (ii) negócios de remissão de dívida; (iii) contratos onerosos; (iv) pagamento antecipado de dívidas; e (v) outorga de direitos preferenciais.

Nesses negócios, a autonomia privada é limitada tendo-se em vista a falta de garantias que os credores quirografários têm em face do credor¹⁵⁶.

Essa preocupação vai mais além quando se trata de empresas em situação recuperacional ou falimentar. Com efeito, com a decretação da falência, altera-se o *status* do empresário e, conseqüentemente, o regime de limitações à autonomia privada.

A Lei nº 11.101/05 traz, assim, hipóteses de ineficácia e de revogabilidade, fundadas na presunção de que determinados atos tenham como causa “a pretensão do falido em afastar bens do seu patrimônio, para que os mesmos não sejam alcançados numa situação de insolvência, que já seria de se prever”. Ou seja, busca-se “coibir comportamentos de desvio de conduta do falido, alienando ou deixando de aumentar seu patrimônio, em detrimento de seus credores, conhecendo, presumivelmente, a dificuldade econômica por que passava e conhecendo também seu estado pré-falimentar”¹⁵⁷.

Nesse sentido, dispõe o artigo 129 da já citada Lei que são ineficazes (i) o pagamento de dívidas não vencidas e de dívidas vencidas e exigíveis realizado dentro do termo legal; (ii) a constituição de direito real de garantia, inclusive a retenção, dentro do termo legal, tratando-se de dívida contratada anteriormente; (iii) a prática de atos a título gratuito e a renúncia à herança ou a legado até dois anos (período conhecido como “período suspeito”) antes da decretação de falência; (iv) a venda ou transferência de estabelecimento feita sem o consentimento expresso ou o pagamento de todos os credores, a esse tempo existentes, não tendo restado ao devedor bens suficientes para solver o seu passivo, salvo se não houver oposição de credores; e, por fim, (v) o registro de direitos reais e de transferência de propriedade entre vivos, por título oneroso ou gratuito, ou a averbação relativa a imóveis realizados após a decretação da falência.

¹⁵⁶ MONTEIRO, Washington de Barros. Ob. cit., p. 273.

¹⁵⁷ MARTIN, Antonio. Sobre a Seção IX – Da ineficácia e da revogação de atos praticados antes da falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007, p. 471.

Adicionalmente, o parágrafo 8º do artigo 45 da Lei nº 6.404/76 prevê ineficácia no caso de pagamento referente a reembolso a ex-acionistas que tenham exercido o direito de recesso e que não tenham sido substituídos no contrato social.

O artigo 130 da Lei nº 11.101/05, por sua vez, estabelece hipótese em que determinados atos são revogáveis, quais sejam aqueles praticados com a intenção de prejudicar credores (*animus nocendi*), provando-se o conluio fraudulento entre o devedor e o terceiro que com ele contratar (*consilium fraudis*) e o efetivo prejuízo sofrido com a massa falida.

Isto posto, nota-se que com o aumento da complexidade das relações jurídicas, evidenciou-se que os contratos não fazem apenas lei entre as partes, mas também são capazes de gerar efeitos sobre terceiros. Por essa razão, diversas normas foram criadas no sentido de, ao limitar a autonomia privada, proteger esses terceiros que, não envolvidos pelo negócio, acabam tendo seus interesses prejudicados.

Além da proteção de credores, também é possível citar, não obstante sua inaplicabilidade relativamente ao escopo do presente trabalho, a proteção de herdeiros por meio de disposições do Código Civil de 2002 que limitam a autonomia privada do indivíduo na transferência de bens aos seus herdeiros.

Dispõe, assim, referido diploma legal, que a alienação de bens de ascendente a descendente é anulável, salvo se os outros descendentes e o cônjuge alienante houverem consentido expressamente. Com a mesma lógica, padece de nulidade a aquisição de bens pelos tutores, curadores, testamenteiros e administradores dos bens confiados à sua administração; pelos servidores públicos em geral, os bens ou direitos da pessoa jurídica a que servirem ou que estejam sob sua administração; por juízes, secretários de tribunais, arbitradores, peritos e outros serventuários da justiça, os bens ou direitos sobre que se litigar em tribunal, juízo ou conselho, no lugar em que servirem ou a que se estender sua autoridade; e, por fim, pelos leiloeiros e seus prepostos, os bens cuja venda estejam encarregados.

D. Proteção do mercado

Para a celebração de um contrato mercantil, os agentes econômicos devem observar determinado *standard* de comportamento capaz de permitir a previsão das

consequências do cumprimento da obrigação ou de seu descumprimento. Tal comportamento deve estar presente “desde o momento em que cada uma delas individualmente se propõe a buscar algum resultado patrimonial por meio da celebração de um acordo”¹⁵⁸. Ou seja, a boa-fé objetiva deve ser observada antes, durante e após a celebração de um contrato.

Nesse sentido, como anota FORGIONI, “a partir do instante que a quebra da confiança trabalha contra o próprio direito”, por meio da não observação das regras aplicáveis, ou seja, do *standard* de comportamento determinado, “é natural e desejável que normas jurídicas coajam os agentes econômicos a respeitá-las”¹⁵⁹.

Determina, assim, o direito comercial que os agentes econômicos atuem em conformidade com a boa-fé objetiva, a qual deve ser vista em linha com as circunstâncias do caso, i.e., com o contexto fático *in concreto* em que o negócio jurídico se insere, portanto, com a função social do contrato.

A função da boa-fé, assim, é evitar que uma cláusula contratual tenha um sentido que possa beneficiar uma parte em detrimento de outra. Assim, as manifestações de vontade devem ser interpretadas em consonância com a expectativa criada no contratante. Somente dessa forma é possível criar um ambiente de confiança entre os comerciantes para que o fluxo das relações econômicas seja sempre azeitado.

Vale notar que, em direito comercial, a boa-fé não deve significar altruísmo ou mesmo a excessiva proteção de uma das partes, também “não pode ser confundida com equidade ou consumerismo”¹⁶⁰. Ao contrário, a boa-fé objetiva faz com que os agentes econômicos se concentrem na operação econômica, ampliando o grau de impessoalidade das relações entre eles estabelecidas e permitindo a redução dos custos de transação.

Além da boa-fé objetiva, existem outros mecanismos legais que visam a tutelar o mercado como um todo. A própria Constituição Federal dispõe, em seu Título VII, Capítulo I, que a ordem econômica deve observar, dentre outros, os princípios da livre iniciativa e da livre concorrência.

¹⁵⁸ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso...*, v. 4, p. 229.

¹⁵⁹ *Teoria Geral...*, p. 103.

¹⁶⁰ *Teoria Geral...*, p. 105.

Antes, contudo, valem algumas notas sobre a própria ordem econômica, que pode ser apreendida, com base nas lições de José Afonso da SILVA, como o conjunto de normas que dirigem a atuação do Estado no sentido de ordenar o caos advindo do liberalismo, racionalizando a vida econômica e dizendo "para onde e como se vai"¹⁶¹.

Segundo o Título VII da Constituição Federal, a ordem econômica (e também a República Federativa do Brasil, nos termos do artigo 1º, inciso IV da própria Constituição Federal) tem como fundamentos a valorização do trabalho humano e a iniciativa privada; quer dizer, a ordem econômica tem natureza capitalista (pois fundada na iniciativa privada) e tem como prioridade os valores do trabalho humano, em detrimento de todos os demais valores da economia de mercado. Adicionalmente, a ordem econômica visa a assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social, observados os princípios da soberania nacional, propriedade privada, função social da propriedade, livre concorrência, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades regionais e sociais, busca do pleno emprego e tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no país. Adicionalmente, assegura o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos.

GRAU identifica, ainda, outros princípios esparsos na Constituição Federal componentes da ordem econômica, tais como outros fundamentos da República do Brasil (a construção de uma sociedade livre, justa e solidária, e o desenvolvimento nacional), a liberdade de associação profissional ou sindical, a garantia do direito de greve, a integração do mercado interno ao patrimônio nacional.

De tais princípios, merecem atenção especial a liberdade de iniciativa econômica e a livre concorrência, e, ainda, o abuso do poder econômico, de tal modo que tais princípios serão abordados, ainda que brevemente, para a compreensão de como a ordem econômica é condicionada, limitando, assim, a autonomia privada.

Segundo José Afonso da SILVA, a liberdade de iniciativa econômica, o princípio básico do liberalismo econômico, envolve a liberdade de indústria e comércio

¹⁶¹ *Curso de Direito Constitucional positivo*. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 786-787. Sobre o assunto, imprescindível a leitura da já citada obra de Eros GRAU.

(ou liberdade de empresa) e a liberdade de contrato. No entanto, nota o próprio autor que essa liberdade é limitada pelo próprio contexto em que inserida a Constituição, tendo-se em vista que

o desenvolvimento do poder econômico privado, fundado especialmente na concentração de empresas, é fator de limitação à própria iniciativa privada, na medida em que a concentração capitalista impede ou estorva a expansão de pequenas iniciativas econômicas¹⁶².

A livre concorrência, por sua vez, também visa a tutelar o sistema de mercado, protegendo a livre concorrência “contra a tendência açambarcadora da concentração capitalista”. Não quer dizer, no entanto, que o poder econômico seja condenado por si só. Ao contrário, como nota SILVA, a Constituição reconhece a existência do poder econômico, mas deixa ao Estado a incumbência de intervir para coibir seu exercício quando antissocial¹⁶³.

A proteção da concorrência tem caráter instrumental e visa à proteção (i) dos interesses do consumidor, garantindo uma ampla gama de produtos que podem ser escolhidos, com melhor qualidade e menor preço, (ii) dos interesses das empresas concorrentes, permitindo que cresçam conforme seus próprios méritos, independentemente das ações das empresas que já fazem parte do mercado e das atividades dominantes, e, por fim, (iii) dos interesses do mercado e da própria sociedade,

¹⁶² Ob. cit., p. 795. Nesse sentido, decisão do STF: “É certo que a ordem econômica na Constituição de 1988 define opção por um sistema no qual joga um papel primordial a livre iniciativa. Essa circunstância não legitima, no entanto, a assertiva de que o Estado só intervirá na economia em situações excepcionais. Mais do que simples instrumento de governo, a nossa Constituição enuncia diretrizes, programas e fins a serem realizados pelo Estado e pela sociedade. Postula um plano de ação global normativo para o Estado e para a sociedade, informado pelos preceitos veiculados pelos seus artigos 1º, 3º e 170. A livre iniciativa é expressão de liberdade titulada não apenas pela empresa, mas também pelo trabalho. Por isso a Constituição, ao contemplá-la, cogita também da ‘iniciativa do Estado’; não a privilegia, portanto, como bem pertinente apenas à empresa. Se de um lado a Constituição assegura a livre iniciativa, de outro determina ao Estado a adoção de todas as providências tendentes a garantir o efetivo exercício do direito à educação, à cultura e ao desporto (artigos 23, V, 205, 208, 215 e 217, § 3º, da Constituição). Na composição entre esses princípios e regras há de ser preservado o interesse da coletividade, interesse público primário [...]” (BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Plenário). ADI 1.950. Requerente: Confederação Nacional do Comércio – CNC. Requerido: Governador do Estado de São Paulo. Relator: Min. Eros Grau. Brasília, 3/nov./2005).

¹⁶³ Ob. cit., p. 795. Como anota José Marcelo Martins PROENÇA, o princípio da livre iniciativa não se confunde com o princípio da livre concorrência. A livre concorrência é elemento favorável para que a livre iniciativa, ou seja, a livre ação dos agentes econômicos, o livre acesso ao mercado e a livre escolha dos consumidores, reencontre seu valor social (*Concentração empresarial e o Direito da Concorrência*. São Paulo: Saraiva, 2001, p. 13).

na medida em que um regime de concorrência promove o desenvolvimento do país. “A livre concorrência, assim, desempenha um papel fundamental para que a livre iniciativa possa gozar da presunção de beneficiar a coletividade”¹⁶⁴.

Nesse sentido, a Lei nº 12.529/12, assim como a revogada Lei nº 8.884/11, dispõem “sobre a prevenção e a repressão às infrações contra a ordem econômica, orientada pelos ditames constitucionais de liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico”¹⁶⁵ e limita a autonomia privada tanto no que se refere à conduta dos agentes econômicos como no que se refere às estruturas por eles utilizadas para o exercício da atividade econômica.

Especificamente no que se refere às condutas, o direito concorrencial atua em face de atos ilícitos definidos na lei através de fórmulas gerais preocupadas mais com a essência do ato do que com a própria forma¹⁶⁶.

Assim, o artigo 36 da Lei nº 12.529/11 estabelece que são condutas anticoncorrenciais e, portanto, lesivas à ordem econômica, os atos que tenham por objeto ou possam limitar, falsear ou prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa, dominar mercado relevante de bens ou serviços, aumentar arbitrariamente os lucros, e, ainda exercer de forma abusiva posição dominante.

Quanto às estruturas, Calixto SALOMÃO FILHO esclarece que seu controle tem por fim acompanhar a formação de estruturas – a concentração e a cooperação econômica entre empresas - que possam vir a gozar de poder no mercado, de forma a se afastar o perigo de abuso¹⁶⁷.

¹⁶⁴ PROENÇA, José Marcelo Martins. *Concentração empresarial...*, p. 13. Não obstante reconhecida a importância da concorrência, o autor nota que, no Brasil, especialmente na década de 70, a legislação reconhecia que a concentração e a coordenação entre empresas permitiam o fortalecimento das empresas sediadas no país. Em razão dos 1º e 2º Planos de Desenvolvimento Nacional, verificou-se uma concentração estimulada pelo legislador, que visava a assegurar o desenvolvimento econômico e a justiça social no país (Ob. cit., p. 9).

¹⁶⁵ BRASIL. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm. Acesso em: 4 jan. 2014.

¹⁶⁶ Sobre o assunto, vide SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito Concorrencial: as condutas*. São Paulo: Malheiros, 2007.

¹⁶⁷ *Direito concorrencial: as estruturas*. São Paulo: Malheiros, 2002, p. 17.

Nesse sentido, o sistema de proteção à concorrência determina que os atos de concentração econômica deverão ser analisados pelo CADE previamente, sendo que não poderão ser consumados antes de apreciados, sob pena de nulidade e aplicação de multa¹⁶⁸.

Trazendo o Direito da Concorrência para o Direito Societário, Olavo Zago CHINAGLIA anota que o direito societário e o direito da concorrência incidem sobre o mesmo fenômeno: a organização da atividade produtiva. Assim, seus preceitos acabam por se interpenetrar e se complementar, fazendo com que sua aplicação não seja completamente autônoma¹⁶⁹.

Nesse sentido, os negócios jurídicos que recaiam sobre a participação no capital “estarão sujeitos ao crivo do Direito Concorrencial” e, caso haja influência negativa sobre a livre iniciativa e a livre concorrência, poderá haver a aplicação de sanções por infração à ordem econômica¹⁷⁰.

Saindo da ótica do Direito Concorrencial, é possível notar que há, ainda, normas específicas emanadas por agências reguladoras, limitando a autonomia privada com o fim de tutelar as particularidades de cada mercado.

Tais normas refletem a atuação do Estado na vida econômica por meio de sua atividade de intervenção. Sem entrar afundo nas discussões sobre as formas de atuação do Estado, é possível identificar sua atuação reguladora em áreas de titularidade

¹⁶⁸ BRASIL. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. Estrutura o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência; dispõe sobre a prevenção e repressão às infrações contra a ordem econômica. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm. Acesso em: 4 jan. 2014.

¹⁶⁹ Poder de Controle, influência significativa e influência relevante: breves anotações sobre a interface entre o direito societário e o direito da concorrência. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luiz André N. De Moura (Coord). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 412. No mesmo sentido, SALOMÃO FILHO, *Direito concorrencial: as estruturas...*, p. 252. Interessante que o Direito Concorrencial apresenta pontos de contato com outras áreas do direito, como o Direito Tributário, evidenciando a relevância dessas normas em prol do mercado. Nesse sentido, vale lembrar as lições da AC 1.657-MC, em que determinada indústria de cigarros viu cancelado o registro especial e interditados seus estabelecimentos em razão de inadimplemento sistemático e isolado da obrigação de pagar Imposto sobre Produtos Industrializados – IPI, comportamento considerado ofensivo à livre concorrência. Com efeito, a alíquota do IPI aplicável a cigarros pode chegar a 300%, nos termos da Lei nº 12.546/11 e do Decreto 7.212/2010 (BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Plenário). AC 1.657 MC. Requerente: American Virginia Indústria e Comércio Importação e Exportação de Tabacos Ltda. Requerido: União. Relator: Min. Joaquim Barbosa. Relatoria para o Acórdão: Min. Cezar Peluso. Brasília, 27/jun./2007).

¹⁷⁰ CHINAGLIA, Olavo. Ob. cit., p. 414.

do setor privado (i.e., no campo da atividade econômica em sentido estrito), por meio da intervenção por direção e por indução. Na intervenção por direção, estamos, segundo GRAU, “diante de comandos imperativos, dotados de cogência, impositivos de certos comportamentos a serem necessariamente cumpridos pelos agentes que atuam no campo da atividade econômica em sentido estrito”; na intervenção por indução, há preceitos prescritivos sem a mesma carga de cogência das normas de intervenção por direção: são normas dispositivas em que o comando é substituído pelo convite, restando ao destinatário “a alternativa de não se deixar por ela seduzir, deixando de aderir à prescrição nela veiculada”¹⁷¹.

Com essa atuação estatal no campo da atividade econômica de titularidade do setor privado, houve grande ingerência no campo do direito dos contratos que, no dizer de GRAU, passaram a ser vistos como

instrumentos dinâmicos voltados ao alcance não apenas dos fins almejados pelas partes, mas também, na medida em que conformados pelo Estado, dos fins últimos da ordem econômica [...]. Os contratos, então, se transformaram em condutas da ordenação dos mercados, impactados por normas jurídicas que não se contém nos limites do direito civil: preceitos que instrumentam a intervenção do Estado no domínio econômico, na busca de soluções de desenvolvimento e justiça social, passam a ser sobre eles apostos¹⁷².

Nesse sentido, é possível citar as normas emanadas (i) pela ANATEL, quanto à outorga, prestação e fruição dos serviços de telecomunicações no regime público¹⁷³; (ii) pela ANEEL, que regula e fiscaliza a geração, a transmissão, a distribuição e a comercialização da energia elétrica¹⁷⁴; (iii) pela ANP, que regula as atividades da indústria de petróleo e gás natural e dos biocombustíveis¹⁷⁵; (iv) pela

¹⁷¹ Ob. cit., p. 144.

¹⁷² Ob. cit., p. 92.

¹⁷³ À ANATEL compete, nos termos da Lei nº 9.472/97, adotar as medidas necessárias para o atendimento do interesse público e para o desenvolvimento das telecomunicações brasileiras, atuando com independência, imparcialidade, legalidade, impessoalidade e publicidade.

¹⁷⁴ À ANEEL compete, nos termos da Lei nº 9.427/96, celebrar e gerir os contratos de concessão ou de permissão de serviços públicos de energia elétrica, de concessão de uso de bem público, expedir as autorizações, bem como fiscalizar, diretamente ou mediante convênios com órgãos estaduais, as concessões e a prestação dos serviços de energia elétrica.

¹⁷⁵ À ANP compete, nos termos da Lei nº 9.478/97, regular e autorizar as atividades relacionadas com o abastecimento nacional de combustíveis, fiscalizando-as diretamente ou mediante convênios com outros órgãos da União, Estados, Distrito Federal ou Municípios; regular e autorizar as atividades relacionadas à produção, à importação, à exportação, à armazenagem, à estocagem, ao transporte, à

ANAC, responsável pelas atividades de aviação civil (i.e., pela manutenção da segurança de voo, normatização e supervisão da infra-estrutura aeroportuária, monitoração, normatização administrativa e fiscalização das relações econômicas de consumo no âmbito da aviação civil)¹⁷⁶; e, também, (vi) por outras agências reguladoras, como a ANS (Lei nº 9.961/00), a ANVISA (Lei nº 9.9782/99), a ANA (Lei nº 9.984/00), a ANCINE (Medida Provisória nº 2.228-1/01), e a ANTT e ANTAQ (Lei nº 10.233/01).

O Sistema Financeiro Nacional, por sua vez, o qual será analisado oportunamente, de forma alinhada aos objetivos deste trabalho, é estruturado para lidar com os riscos relacionados à atividade financeira. Assim, por meio das leis nº 4.595/64, 4.728/65 e 6.385/76, das diretrizes do CMN, do CNSP e do CNPC, e das normas emandas pelo BACEN, pela CVM, pela PREVIC e pela SUSEP, a regulação financeira visa a atingir a três objetivos fundamentais: o controle das posições de mercado, o controle e a administração das externalidades, e, por fim, a proteção dos clientes, tendo em vista, em especial, a assimetria informacional¹⁷⁷.

E. Proteção da sociedade

A primeira das limitações da autonomia privada estava presente desde o auge do instituto, durante o liberalismo econômico¹⁷⁸: a ordem pública e os bons costumes.

transferência, à distribuição, à revenda e à comercialização de biocombustíveis, assim como avaliação de conformidade e certificação de sua qualidade, fiscalizando-as diretamente ou mediante convênios com outros órgãos da União, Estados, Distrito Federal ou Municípios; regular e fiscalizar o acesso à capacidade dos gasodutos; e regular e fiscalizar o exercício da atividade de estocagem de gás natural, inclusive no que se refere ao direito de acesso de terceiros às instalações concedidas.

¹⁷⁶ À ANAC compete, nos termos da Lei nº 11.182/05, regular a operação de serviços aéreos prestados, no País, por empresas estrangeiras, regular as condições e a designação de empresa aérea brasileira para operar no exterior, regular e fiscalizar os serviços aéreos, os produtos e processos aeronáuticos, regular a segurança da aviação civil, a facilitação do transporte aéreo, a habilitação de tripulantes, as emissões de poluentes e o ruído aeronáutico, regular os sistemas de reservas, a movimentação de passageiros e carga e as demais atividades de aviação civil, expedir normas sobre a segurança em área aeroportuária e a bordo de aeronaves civis e as medidas a serem adotadas pelas empresas prestadoras de serviços aéreos, e exploradoras de infra-estrutura aeroportuária, regular a outorga de serviços aéreos, as autorizações de horários de pouso e decolagem de aeronaves civis, a infra-estrutura aeronáutica e aeroportuária, a compatibilidade, a operação integrada e a interconexão de informações entre aeródromos, entre outros.

¹⁷⁷ YAZBEK, Otavio. Ob. cit., p. 188.

¹⁷⁸ LOPEZ, Teresa Ancona. Ob. cit., p. 11-2.

Assim como a maioria dos princípios, é difícil definir as expressões “ordem pública” e “bons costumes”, de modo que o significado que lhes é atribuído depende do pensamento dominante em cada época e em cada país, sendo formado por ideias morais, políticas, filosóficas e religiosas. Condicionam-se, em síntese, à organização política e à infraestrutura ideológica.

Um exemplo muito claro são os critérios mínimos estabelecidos por Henri de PAGE, citado por Orlando GOMES¹⁷⁹. O autor sugere a enumeração exemplificativa de situações que possam configurar os dois princípios em comento. Assim, para o primeiro (ordem pública) seriam exemplos: (i) leis que consagram ou salvaguardam o princípio da liberdade e da igualdade dos cidadãos e particularmente as que estabelecem o princípio da liberdade de trabalho, de comércio e de indústria; (ii) leis relativas a certos princípios de responsabilidade civil ou a certa responsabilidade determinadas; (iii) leis que asseguram ao operário proteção especial; (iv) leis sobre o estado e a capacidade das pessoas; (v) leis sobre o estado civil; (vi) certos princípios do direito hereditário, como os relativos à legítima e o que proíbe os pactos sobre sucessão futura; (vii) leis relativas à composição do domínio público; (viii) princípios fundamentais do direito de propriedade; (ix) leis monetárias; e (x) proibição do anatocismo. Já para o caso dos bons costumes, leis e princípios: (i) relativos à exploração de casas de tolerância; (ii) concernentes às relações entre concubinários; (iii) os que têm por objeto a corretagem matrimonial; (iv) os que dizem respeito ao jogo; (v) os que objetivam a venda ou o comércio de influência; (vi) os que consagram, sob qualquer firma, a usura no mútuo.

MONTEIRO esclarece que o conceito de ordem pública é necessariamente em branco e a define como

o conjunto de princípios fundamentais, subjacentes ao sistema jurídico, que o Estado e a Sociedade estão substancialmente interessados em que prevaleçam, exprimindo, em geral, a supremacia da sociedade sobre o indivíduo. É a tradução duma certa forma de sociedade, a reunião daquilo que é considerado fundamental, num dado momento e lugar, para que se torne obrigatório, mesmo que vá contra a vontade dos sujeitos jurídicos”. Já os “bons costumes” teriam um sentido mais ligado a uma ideia de moral social, “o que não obsta, porém, a que por seu intermédio se alcancem soluções idênticas às que se obtém por aplicação da ordem pública¹⁸⁰.

¹⁷⁹ *Contratos...*, p. 28-9.

¹⁸⁰ *Ob. cit.*, p. 49-50.

Certamente, esses parâmetros devem ser contextualizados para uma melhor e maior adequação à conjuntura social e econômica. E isso pode ser feito a partir das normas constitucionais atinentes à ordem social¹⁸¹.

Nos termos do artigo 193 da Constituição Federal, a ordem social tem como base o primado do trabalho e, como objetivo, o bem-estar e a justiça social. Nesse sentido, ordem social e ordem econômica se harmonizam, pelos mesmos fundamentos.

No entanto, que as normas relativas à ordem social estão esparsas na Constituição Federal. O Título VII, que trata especificamente do tema, compreende normas relativas à seguridade social, saúde, educação, cultura e esporte, ciência e tecnologia, comunicação social, meio ambiente, família, criança, adolescente, jovem e idoso, e, por fim, aos índios. No entanto, não se pode olvidar dos direitos e garantias prescritos pelo artigo 6º da Constituição Federal, que enumera os direitos sociais¹⁸².

Por fim, passando à tutela da sociedade no próprio direito civil, destaca-se a função social do contrato, na qual a liberdade de contratar encontra limitação. Isso porque o contrato, embora vincule as partes, por serem inseridos no mercado, ou visa a atingi-objetivos que também são sociais ou acaba por ter efeitos em relação a terceiros, a par da existência do princípio da relatividade dos contratos.

Os objetivos do contrato mudaram ao longo do tempo, como nota GOMES, pois “deixou de ser mero instrumento do poder de autodeterminação privada, para se tornar um instrumento que deve realizar também interesses da coletividade”¹⁸³.

Com a promulgação do Código Civil em 2002, a função social do contrato passou a ser expressamente prevista. No entanto, duas correntes se dividem.

A primeira vê no dispositivo a proteção de interesses externos às partes contratantes, institucionais. Assim, designam-se os interesses de determinados grupos

¹⁸¹ Tendo em vista o escopo do presente trabalho, o assunto não será analisado de forma aprofundada.

¹⁸² SILVA critica a opção constitucional por prever a matéria desta forma. Segundo o autor, não obstante a Constituição Federal tenha dado realce à ordem social, no título à qual ela se refere foram “jogadas” matérias que não têm conteúdo típico de ordem social. Além disso, os direitos sociais constam do conteúdo do artigo 6º da Constituição Federal (Ob. cit., p. 828).

¹⁸³ *Novos temas de direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 1983, p. 101-109.

sociais, jurídica e economicamente distintos dos interesses individuais, tais como o meio ambiente e a defesa da concorrência¹⁸⁴.

Já a outra corrente entende que há pelo menos três casos nos quais a violação ao princípio da função social deve levar à ineficácia superveniente do contrato: (i) a ofensa a interesses coletivos; (ii) a lesão à dignidade da pessoa humana; e (iii) a impossibilidade de obtenção do fim último visado pelo contrato¹⁸⁵.

O contrato, assim, não é mais visto somente sob a ótica de sua força obrigatória, o que enseja a produção de efeitos somente entre as partes. Muito além da economicidade final dos comportamentos de todos os contratantes e da razão prática típica imanente ao contrato¹⁸⁶, existe um viés social, em razão do envolvimento de interesses de terceiros. Isso se tornou patente a partir dos anos 80, com a evolução da legislação e da doutrina no que toca aos interesses difusos e coletivos, dentre os quais estão, por exemplo, o direito concorrencial e o direito ambiental.

Assim como o princípio da boa-fé objetiva, o princípio da função social atua em três searas: (i) compatibiliza os interesses dos particulares com os da coletividade; (ii) estabelece que os efeitos contratuais não possam repercutir de forma maléfica na sociedade; e, por fim, (iii) impõe que os terceiros não podem influir negativamente na relação obrigacional.

Não obstante o viés social da função social do contrato pareça descaracterizar sua função econômica, em especial quando se trata de contratos comerciais, não é isso que ocorre. Não há mitigação da função fundamental dos contratos de assegurar a livre circulação de bens e serviços, mas somente exige que ele não seja concebido apenas como uma relação jurídica que interessa somente às partes contratantes, indiferente às questões sociais que o cercam e por ele próprio são afetadas. Assim, não há redução da importância do direito civil, essencialmente patrimonial e instrumento de circulação de riquezas, mas sim justificativa institucional ao livre desenvolvimento da pessoa. Em outras palavras, “o direito privado continuará sempre e

¹⁸⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. Função social do contrato: primeiras anotações. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 823, p. 67-86, mai./04.

¹⁸⁵ A essa corrente filia-se Orlando GOMES.

¹⁸⁶ FORGIONI, Paula Andrea. *Teoria Geral...*, p. 58-60.

cada vez mais servindo aos interesses privados, mas não poderá na sua operacionalização prejudicar a coletividade e a promoção do ser humano”¹⁸⁷.

¹⁸⁷ LOPEZ, Teresa Ancona. Ob. cit., p. 26.

III. COMPANHIAS ABERTAS E MERCADO DE CAPITAIS

III.1 Origem das Sociedades: das associações à limitação da responsabilidade

As características da sociedade anônima atual podem ser explicadas pela racionalidade econômica envolvida no nascimento e desenvolvimento das sociedades comerciais. Com efeito, as peculiaridades de cada tipo societário e, como se verá, as das sociedades anônimas em especial, surgiram da inventividade dos comerciantes, que buscavam mecanismos para satisfazer suas necessidades de modo cada vez mais eficiente.

O próprio direito comercial, aliás, teve seu desenvolvimento atrelado à intensidade das relações comerciais que se travavam em cada época. Nesse sentido, assim como aconteceu com o desenvolvimento dos contratos, as instituições mercantis nasceram e se fortaleceram nos períodos em que o comércio era mais intenso.

As sociedades comerciais são manifestações do fenômeno associativo e exteriorizam, além de um fenômeno social, também um fenômeno jurídico¹⁸⁸, à medida que as sociedades comerciais evoluíram respondendo às necessidades econômicas de cada época. Assim, tendo como marco inicial a associação de pessoas para finalidades comuns, as sociedades passaram a ter como característica principal a responsabilidade limitada de seus sócios, e culminaram nas sociedades por ações, as quais, além da limitação de responsabilidade, têm como característica a divisão de seu capital social em ações e a livre circulação desses títulos.

O desenvolvimento do direito comercial tem início nas cidades mercantis da Idade Média. Antes disso, havia somente alguns institutos de direito consuetudinário

¹⁸⁸ Nesse sentido, pertinente a observação de Alfredo LAMY FILHO e José Luís Bulhões PEDREIRA “Em direito ‘sociedade comercial’ significa organização produtiva que reveste alguma das formas jurídicas típicas criadas pelos comerciantes para o exercício em comum de suas atividades. A expressão também é empregada para representar o sistema jurídico que organiza normativamente a associação que tem por objeto alguma das atividades reguladas pelo direito comercial” (*A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e modificações*, v. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 22).

(algumas vezes compilados em leis) relacionados à principal atividade econômica exercida em determinada época¹⁸⁹.

Exatamente por isso, não obstante o direito romano seja grande fonte de institutos de direito privado, quando se trata de direito comercial, não revela tamanha importância. Com efeito, “o direito romano era baseado na conservação, e não na acumulação de riqueza; era pré-ordenado para o gozo dos bens e não para o lucro”¹⁹⁰. Essa realidade é reforçada “pela tendência enérgica dos romanos para a abstração e generalização, que levou seus jurisconsultos a unificar as normas jurídicas relativas às pessoas, aos atos e aos bens”, bem como pela organização da família, “na qual, ao lado de uma única pessoa *sui juris*, o *Pater*, todas as demais, *alieni juris*, eram-lhe sujeitas”¹⁹¹.

Nesse sentido, as associações não eram propícias ao comércio, já que a organização familiar eliminava a possibilidade de que se estabelecessem relações jurídicas entre o *Pater* e outros. O comércio era praticado por escravos e *fillius familiae*, não se fazendo necessário o reconhecimento da personalidade jurídica ou mesmo a limitação de responsabilidade¹⁹².

Nessa época, no entanto, já era possível visualizar uma forma aparente de sociedade, com limitação da responsabilidade de seus sócios: a chamada *societas publicanorum* tinha por fim investimentos em contratos estatais para construção de obras públicas, provisão de armamentos e coleta de impostos. Ela era formada (i) pelo *manceps*, sócio que participava das *licitationes* públicas e a quem era formalmente adjudicado o arrendamento do imposto; (ii) pelos *magistri* e *promagistri*, a quem era

¹⁸⁹ João Eunápio BORGES, por exemplo, cita as leis marítimas do comércio fenício (a *Lex Rhodia de Jactu*), aplicável às intensas relações comerciais travadas entre este povo e as civilizações de Creta, Egito, Síria, Palestina, Grécia e da ilha de Rhodes, na Grécia, o instituto do *nauticum foenus*, misto de empréstimo e de seguro, origem do seguro marítimo e, através deste, do seguro terrestre. O autor lembra, ainda, que no século XI, quando se estabelecem intensas relações mercantis entre o Mediterrâneo Oriental, a Ásia Central e o Extremo Oriente, foram criadas várias instituições comerciais, as quais foram, mais tarde, acolhidas e aperfeiçoadas nas comunas italianas. Dentre elas, dois tipos societários – a *kirad* e a *schirkat inan* – adotados nas cidades italianas por disfarçar a usura, que também era vedada pelo Alcorão (*Curso de Direito Comercial Terrestre*. Rio de Janeiro: Forense, 1971, p. 17-20 e 23-24).

¹⁹⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *A Lei das S.A.*, v. I, p. 22.

¹⁹¹ BORGES, João Eunápio. Ob. cit., p. 21.

¹⁹² LORIA, Eli; MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. A formação histórica da sociedade anônima e a sua contribuição para o desenvolvimento econômico. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 56, p. 247-275, p. 249.

entregue a administração da sociedade; (iii) pelo *actor* ou *sindicus*, que representavam a sociedade em juízo; (iv) pelos *socii*, que participavam da sociedade apenas com aportes de capital; e, por fim, (v) pelos *adfines*, que tinham participação nos lucros, mas não nos negócios.

No entanto, a chegada do Império fez com que o Estado reassumisse o controle dos grandes empreendimentos, relegando aos *publicani* apenas a coleta de impostos¹⁹³. Diante disso, a limitação de responsabilidade, ainda que somente de alguns sócios, não frutificou, permanecendo um caso isolado.

Com queda do Império Romano, a ausência de uma autoridade capaz de tutelar os indivíduos propiciou o início do fenômeno do associativismo, pelo qual os indivíduos se reuniam por um fim comum, não necessariamente econômico.

As corporações eclesiásticas medievais devem ser lembradas pela contribuição que deram para a cristalização da ideia da personalidade jurídica: os mosteiros eram entendidos como propriedade de Deus, independentemente de seus membros, formando-se, conforme LAMY FILHO e PEDREIRA, “a convicção da existência de um *corpus mysticus*, que sobrepairava aos seus membros”¹⁹⁴. Assim, a concessão da personalidade jurídica era um privilégio que dependia de um ato da Igreja.

Não obstante a relevância desses corpos não comerciais, merecem destaque as corporações de ofício, que tiveram um papel importantíssimo na elaboração de um direito do comércio.

Com a chegada da Idade Média, em especial nos séculos XI a XIII, quando cessaram as invasões bárbaras, o comércio teve seu período de florescimento. O crescimento das cidades, o comércio itinerante e as feiras fizeram com que os comerciantes se associassem em corporações, unindo esforços e capitais para a produção e circulação de bens¹⁹⁵.

¹⁹³ LORIA, Eli; MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. Ob. cit, p. 250. Também HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; SQUIRE, Richard. Law and the rise of the Firm. *Yale Law & Economics Research Paper*, nº 326, set. /2005, p. 19. Disponível em: http://www.law.yale.edu/documents/pdf/Faculty/Hansmann_Law_and_the_Rise_of_the_Firm.pdf. Acesso em: 10 abr. 2013.

¹⁹⁴ *A Lei das S.A....*, v. I, p. 30.

¹⁹⁵ Em razão da inexistência ou fraqueza do Estado, as corporações de ofício acabaram assumindo suas funções, em especial no que toca à elaboração de um direito aplicável especificamente às práticas

É importante notar, no entanto, que tanto nas corporações de ofício como nas hansas e guildas¹⁹⁶ sempre esteve presente a *affectio societatis*, o elemento subjetivo comum e indispensável à formação da sociedade, implicando a permanência de uma intenção comum cuja cessação acarretaria a extinção do contrato. A *affectio societatis* explicava e cimentava as chamadas sociedades *intuitu personae*, em que os sócios respondiam ilimitadamente pelas obrigações sociais.

Nesse sentido, essas associações, responsáveis pela chamada “revolução comercial”, eram limitadas pela própria existência dos sócios, tanto quanto ao número limitado de pessoas que eram conhecidas ao ponto de ingressarem na sociedade como quanto à vida dos membros da sociedade. Conforme Alfredo LAMY FILHO e José Luiz Bulhões PEDREIRA, “não havia na Idade Média dinastia de comerciantes, as firmas desapareciam, em geral, com a morte do chefe da firma – as famílias de mercadores duravam pouco, uma ou no máximo duas gerações”¹⁹⁷.

Alguns autores identificam o germe das sociedades anônimas antes mesmo da abertura do comércio marítimo. Não obstante também esses movimentos sejam isolados, assim como a *societas publicanorum* do direito romano, merecem ser lembrados em razão de suas particularidades.

LORIA e MENDES exemplificam as associações para a exploração de moinhos em Toulouse. Esses moinhos funcionavam segundo concessão outorgada por um senhor feudal ou pela própria Igreja a uma sociedade, a cujo membro se dava o nome de *pairier*, e que, pelo menos em uma fase inicial, tinha o status de coproprietário. Nesse

mercantis. A prática mercantil, assim, constituía a base da legislação das corporações: os estatutos. Esses eram formados tanto pelo direito consuetudinário como pelas decisões das assembleias e do conselho dos comerciantes. As normas estatutárias das corporações eram geralmente incorporadas nos estatutos das cidades, fazendo com que houvesse um direito estatal próprio dos comerciantes. Vale ressaltar que a especialidade das normas mercantis também era reforçada pelo fato de haver uma justiça especial para a atividade mercantil (BORGES, João Eunápio. Ob. cit., p. 26-7). Vide também Haroldo Malheiros Duclerc VERÇOSA, que trata do desenvolvimento do direito comercial sob a ótica de seu objeto (*Curso de Direito Comercial*, v. 1. São Paulo: Malheiros, 2011).

¹⁹⁶ As hansas e as guildas eram associações de auxílio mútuo ligadas ao comércio. As primeiras eram associações entre cidades; as segundas, entre as corporações de operários, artesãos ou negociantes, ambas ligadas ao comércio.

¹⁹⁷ *Direito das Companhias*, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 3.

caso, cada moinho era dividido em cotas ideais indicadoras da participação de cada sócio nos encargos e nos lucros, livremente negociáveis na forma de cessão imobiliária¹⁹⁸.

Além dos moinhos, tanto a exploração de minas na Alemanha como a indústria metalúrgica austríaca também ocorriam em regime de copropriedade, sendo que os títulos que a expressavam também eram transmissíveis e divisíveis, possibilitando, a par do direito ao lucro, a saída da sociedade a qualquer tempo¹⁹⁹. Era limitada a responsabilidade de cada participante e a sociedade tinha uma estrutura corporativa muito próxima da sociedade por ações.

No entanto, parece ser uniforme na doutrina que foi o interesse na realização das expedições marítimas que levou comerciantes e armadores a criar contratos capazes de limitar o risco dos aplicadores e lhes assegurar a participação nos lucros que viessem a ser obtidos na viagem²⁰⁰. Nessa época, surgiram as sociedades em comandita, originadas no contrato de *commenda*, utilizado no comércio marítimo do Mediterrâneo: o *commendator* contribuía com capital para que o *tractador* exercesse a atividade, responsabilizando-se por ela²⁰¹.

Merece aqui guarida a descrição de João Eunápio BORGES acerca do tema:

Irmanados governo e povo pela mesma ambição de riquezas despertada pelos descobrimentos, encontraram nas grandes companhias o instrumento adequado e indispensável à sua realização. Os grandes capitais necessários eram coletados facilmente mediante a sua divisão em partes de pequeno valor, com o fracionamento simultâneo do capital e da responsabilidade. Os Estados obtinham assim os meios, que ultrapassavam as forças normais do erário, para a exploração de seus domínios. E o povo, também contaminado pela sede do ouro, participava com entusiasmo das novas empresas nas quais cada um

¹⁹⁸ Ob. cit., p. 252.

¹⁹⁹ A propriedade das minas ou jazidas era dividida em partes ideais que denominavam *kux*, eram negociáveis e divisíveis. Cada *Kux* podia fracionar-se indefinidamente, o que, evidentemente, tornava a negociabilidade das cotas praticamente impossível (BORGES, João Eunápio. Ob. cit., p. 368).

²⁰⁰ Inicialmente, no entanto, subsistia nesses contratos, justificados pelo interesse social nessas atividades de interesse geral, a responsabilidade do sócio ostensivo ou comanditado (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, v. I, p. 2-3).

²⁰¹ Nessas sociedades, chamadas comanditas, havia duas categorias de sócios: os comanditados, responsáveis ilimitadamente pelas obrigações sociais, e os comanditários, responsáveis apenas pela integralização de suas cotas. Com a criação das sociedades de colonização e comércio, promovidas e comandadas pelo Estado no século XVII, foi admitida a ideia de sociedade em que nenhum dos sócios responde solidariamente pelas obrigações sociais (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 4).

arriscava o pouco ou muito do que podia dispor. Sem maiores encargos ou responsabilidades²⁰².

Com as Companhias Colonizadoras, a busca pela associação do maior número de pessoas e do maior volume possível de capital deu ensejo ao mecanismo da limitação da responsabilidade das sociedades²⁰³. Nota-se, aí, que na origem do instituto, hoje considerado “a chave do capitalismo industrial”²⁰⁴, a necessidade econômica teve grande papel: no campo do direito marítimo, o interesse social de realização das expedições e a álea que envolvia a atividade do armador na Idade Média deram origem a contratos conhecidos como *foenus nauticum*, por meio do qual o risco dos aplicadores era limitado e se assegurava participação nos lucros a cada viagem.

Foi, destarte, a necessidade econômica que fez com que a limitação da responsabilidade passasse de mera característica da associação para condição de funcionamento normal da sociedade. O desenvolvimento do comércio levou à necessidade de capital financeiro para o financiamento e expansão de negócios. Assim, em razão da condenação da usura pelo direito canônico, foram criados contratos em que o terceiro contribuiria com capital em troca de participação no lucro da sociedade (ou do negócio), limitando-se seu risco ao investimento realizado.

²⁰² Ob. cit., p. 368-369.

²⁰³ Vale notar que a limitação de responsabilidade não é atributo da personificação societária. Não são todas as sociedades personificadas que oferecem esta faculdade aos interessados em organizar um investimento sob a forma de sociedade. Há sociedades personificadas com responsabilidade ilimitada de um, alguns ou todos os sócios, bem como há sociedades não personificadas que limitam a responsabilidade patrimonial. A personificação societária, entretanto, veio reforçar os mecanismos delimitação de responsabilidade dos sócios. Situando no tempo, a limitação da responsabilidade é muito anterior às teorias da personalidade jurídica, cuja doutrina jurídica demorou muito a surgir. Na antiguidade, por exemplo, a responsabilidade pelas dívidas era pessoal, podendo levar os devedores à morte por suas dívidas; alternativamente, o inadimplente poderia ser levado à escravidão para a satisfação dos créditos. A execução pessoal foi gradativamente extinta – a *Lex Paetelia Papiria* (326 a.C.) estabeleceu que o inadimplemento não mais levaria à execução pessoal do devedor, mas somente à execução patrimonial, salvo nos casos de dívidas originadas de delitos, que ainda comportavam a execução pessoal. Hoje há muitos debates sobre o tema, em especial em torno das teorias da negação da personalidade (defendendo ou que os próprios indivíduos seriam sujeitos de direito, considerados em conjunto somente por ficção dogmática, ou que se trata de um patrimônio destinado a um fim, ou, ainda, uma forma de propriedade, um conjunto de bens sem individualização de partes), e de sua afirmação (explicada (i) pela teoria da ficção, que explica a personalidade jurídica como uma ficção legal, uma abstração, (ii) da realidade objetiva, que se socorre do silogismo com os seres humanos para justificar a existência real da pessoa jurídica, ou (iii) da realidade técnica, que sustenta que a realidade das pessoas jurídicas não é objetiva, sendo a personificação desses grupos construção da técnica jurídica que lhes dá forma). GOMES, Orlando. *Introdução...*, p. 169-171

²⁰⁴ THE KEY TO INDUSTRIAL CAPITALISM: limited liability. *The Economist*, 23 dez. 1999. Disponível em: <http://www.economist.com/node/347323/print>. Acesso em: 27 mar. 2012.

Especificamente quanto à criação das sociedades anônimas, BORGES nota que não há uniformidade entre os autores para a caracterização da origem e dos antecedentes históricos das sociedades anônimas. Segundo o autor, há autores que os enxergam nas *societates publicanorum*; outros, no Banco ou Casa de São Giorgio, já que a República de Gênova, contraindo empréstimos vultosos, cedia a seus credores, para garantia de seu reembolso, o direito à percepção de determinados tributos; outros, ainda, no antigo direito de mineração alemão. Essas instituições têm grande relevância na identificação dos elementos imprescindíveis para o desenvolvimento das sociedades anônimas, mas não é possível dizer que foram antecedentes históricos dessas companhias, tendo em vista serem fatos isolados em suas épocas²⁰⁵.

A primeira das sociedades por ações, reconhecida pela unanimidade dos autores, foi a Companhia das Índias Orientais, em 1602, na Holanda, seguida da Companhia das Índias Ocidentais, em 1621²⁰⁶. O modelo, então, em razão de seu êxito, passou a ser adotado por outros países, como Inglaterra, França e Portugal. Em Portugal, organizou-se, em 1624, por Filipe III, a Companhia de Comércio da Índia, fundada com a finalidade especial de evitar a concorrência holandesa no comércio com o oriente. Em 1650, por sua vez, foi fundada a Companhia Geral do Comércio do Brasil, que teve importante papel no comércio do Brasil-colônia e a quem foram conferidos diversos monopólios e privilégios²⁰⁷.

Identifica-se nessas sociedades que, inicialmente, a participação dos investidores se dava por liquidação, a cada viagem, evoluindo, contudo, posteriormente, para participações permanentes nos investimentos das companhias. A possibilidade de circulação dos títulos decorrente da limitação de responsabilidade e da divisão do capital social em ações, características dessas sociedades, acabou por fazer com que a pouca influência dos sócios no comando dessas companhias fosse compensada com a facilidade de negociação das ações, especialmente na Bolsa de Amsterdã.

Os títulos, aliás, como anota ASCARELLI, passaram a ser objeto de circulação rápida e frequente pelas mais diversas camadas da população, “excitadas pela

²⁰⁵ BORGES, João Eunápio. Ob. cit., p. 267.

²⁰⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das Companhias...*, v. I, p. 30 e ss; p. 51 e ss.

²⁰⁷ BORGES, João Eunápio. Ob. cit., p. 267.

miragem das riquezas do Extremo Oriente e do Novo Mundo recentemente descoberto”²⁰⁸.

Além das bolsas, auxiliares do desenvolvimento econômico, o desenvolvimento da Europa nos séculos XV e XVI, demonstrado pela transição da Idade Média para a Idade Moderna, pela Reforma Religiosa e a Renascença, ensejou o surgimento das economias de mercado, que demonstraram seu pleno amadurecimento com a Revolução Industrial.

A intensa mudança na atividade do comerciante, que passou a ser industrial, produtor dos bens oferecidos no mercado, acabou por transformar todo o mercado: com a produção em massa, o processo produtivo passou a ser destinado à expansão, à diversificação, e à concorrência, acabando por implicar a necessidade de recursos sempre crescentes “para atender ao imperativo de sobrevivência na luta pela competição”²⁰⁹.

Essa nova conjuntura criou tanto a necessidade de produção em escala superior aos níveis então conhecidos como permitiu a obtenção de lucro extenso. Passou a ser necessário, no entanto, o investimento de grandes somas de capitais.

As transformações no modo de produção reforçaram essas mudanças: as máquinas a vapor substituíram as fontes animais de energia; surgiu um novo modo transformação da matéria e um novo modo de organização, especialização e divisão do trabalho. A empresa privada passou a ser o modelo de produção.

Essas mudanças trouxeram à baila novamente o problema da necessidade de aportes de capital cada vez maiores, de modo que os empresários passaram a recorrer àquela forma jurídica adotada pelos Estados no contexto das grandes navegações. Com efeito, enquanto no contexto das grandes navegações as sociedades anônimas (as Companhias de Comércio) eram fruto de um privilégio estatal²¹⁰, com a Revolução

²⁰⁸ *Problemas das sociedades anônimas e Direito Comparado*. São Paulo: Quorum, 2008, p. 453.

²⁰⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 9.

²¹⁰ Portugal e Espanha adotaram, à época, a política de monopólio para esse tipo de empreitada. Na Holanda, o próprio Estado promovia a associação de seus súditos que detivessem os capitais: “aos partícipes outorgava-se um comprovante de sua participação transferível livremente, que assegurava aos respectivos titulares direito de ação contra a Companhia para haver sua parte no patrimônio comum e nos lucros” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das Sociedades...*, v. I, p. 33).

Industrial a possibilidade de formação de sociedades nesses moldes passou a ser intensa reivindicação dos empresários.

A constituição de sociedades por ações passou, então, a ser possível mediante autorização estatal, permitindo o equilíbrio entre o intervencionismo e a igualdade²¹¹⁻²¹². Nessa época, foi editado o Código de Comércio francês de 1807, flexibilizando as exigências para a criação das companhias e cuja principal inovação foi a fixação de normas gerais para disciplinar a formação e o funcionamento das sociedades por ações.

Na Inglaterra, com a revogação, em 1825, do *Bubble Act* por exigências da classe empresarial, foi promulgada lei que admitiu a constituição e formação das companhias, ainda que sob regime de autorização estatal²¹³.

Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, a criação de uma companhia sem a necessidade de autorização estatal surgiu, primeiramente, nos EUA: após a determinação de que a competência para legislar sobre companhias cabia aos estados da federação, Pensilvania e Carolina do Norte, em 1836, e Michigan e Connecticut, em 1837, promulgaram leis que permitiram a liberdade de constituição de sociedades anônimas independentemente de ato do poder legislativo²¹⁴.

Essa rápida análise da história das companhias ao longo dos anos faz notar que as necessidades econômicas de cada época determinaram suas particularidades. A leitura desse processo histórico mostra que foi categórico para o desenvolvimento das

²¹¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 51.

²¹² No contexto da Revolução Francesa (em 1791), em razão do combate às corporações de ofício e aos privilégios, foi dada liberdade total para associações desse tipo, sendo suprimida a regulamentação do comércio e indústria. Contudo, em razão de abusos em detrimento dos acionistas, em 1793 foi vedada a constituição de sociedades por ações, salvo autorização (GILISSEN, John. Ob. cit., p. 775).

²¹³ Também a Inglaterra teve suas razões para não permitir a livre constituição das sociedades anônimas. Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, nos anos de 1719 e 1720, esquemas especulativos ficaram conhecidos como *bubble mania*, pois as ações se desfaziam como bolhas. Os esquemas culminaram no escândalo da *South Sea Company*, que envolveu mais capitais que a riqueza do país aplicada no comércio de então (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 7). Foi, então, promulgado o *Bubble Act*, que proibiu a incorporação e o funcionamento das companhias - Durante esse período, as companhias ficaram submetidas à *common law*, que não reconhecia personalidade jurídica às sociedades, tendo os sócios responsabilidade ilimitada quanto aos negócios da companhia.

²¹⁴ *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 59. Na Inglaterra, o regime de liberdade para a criação das *corporations* se inicia em 1844 e, na França, em 1867.

sociedades a limitação de responsabilidade e a livre negociação das ações, títulos em que se divide o capital social.

Economicamente, BORGES já notava a importância das companhias no que toca à sua função econômico-social:

desde as sociedades mais modestas, de reduzido capital e pequeno número de sócios, até as poderosas sociedades por ações do moderno capitalismo, a importante função econômico-social das sociedades mercantis reside na íntima união do capital e do trabalho, cujas forças se concentram e se ampliam para a obtenção de um resultado que supera as possibilidades individuais de cada um dos sócios²¹⁵.

III.2 A atual configuração das companhias de capital aberto

A par do desenvolvimento legislativo das sociedades por ações, que levou à sua livre constituição, é possível notar que a evolução do modelo ensejou a possibilidade de os empresários dela fazerem uso para satisfazer suas necessidades: a função econômica empresarial (de criação, direção e expansão da empresa) passou a ser exercida pela sociedade empresária e não mais pelo empresário individual.

Essa evolução levou à distinção entre (i) o aplicador de capital de risco, o capitalista que contribui para o fundo de capital do empreendimento, sem ter qualquer participação em sua promoção e administração, e (ii) o proprietário-empresário, que organizava a empresa para explorar recursos naturais ou de capital de sua propriedade²¹⁶.

Tem início, então, mais uma fase evolutiva das companhias, que culminou na formação da grande empresa. Com efeito, com a evolução do sistema capitalista, especialmente a partir da segunda metade do século XIX, tem se notado uma aceleração marcante no processo de concentração de empresas²¹⁷.

²¹⁵ Ob. cit., p. 267.

²¹⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 49.

²¹⁷ Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, esse novo modelo se contrapõe ao modelo “atomizado” predominante no contexto da Revolução Industrial, caracterizado pelo grande número de empresas e pelo alto grau de competição. A concentração provocou a diminuição do número de empresas e o aumento de sua dimensão média, estendendo-se dos setores industriais para os setores de serviços, principalmente de infraestrutura (*A lei das Sociedades...*, v. I, p. 61).

LAMY FILHO e PEDREIRA esclarecem que referido processo, possível somente em razão da estrutura das companhias, que permitia a concentração de grandes capitais a partir de participações unitárias de pequeno valor, foi induzido por dois objetivos: (i) diminuir a instabilidade das empresas nos mercados competitivos e, ainda, (ii) obter as vantagens propiciadas pela grande dimensão da empresa, tais como a redução dos custos de produção, a integração vertical ou o maior poder nos mercados, a capacidade para planejamento no longo prazo, a segurança de financiamento de expansão por meio de reinvestimento de lucros, a capacidade de investir em pesquisa tecnológica e no desenvolvimento de novos produtos e, por fim, o maior poder nas relações com as comunidades locais e com os governos nacionais²¹⁸.

Assim, o concentracionismo decorre de fenômenos institucionais, políticos, sociais e tecnológicos, fortalecidos pela harmonização do sistema financeiro internacional, pela eliminação de barreiras do comércio internacional, pela formação de blocos econômicos; enfim, pela globalização, que acabou por intensificar a circulação de bens, serviços, capitais e tecnologia em escala mundial.

O processo de concentração empresarial culminou na formação de empresas de grande porte, conhecidas como macroempresas. Essas novas estruturas, destacam o fenômeno do poder de controle²¹⁹. Com efeito, o modelo da sociedade por ações, cujo poder de causar, determinar ou alterar a ação dos órgãos da companhia compete à Assembleia, permite que o detentor (ou os detentores, agindo em conjunto) da maioria das ações detenha o poder político da sociedade.

O processo de crescimento da empresa e o prazo de duração superior à vida de seus fundadores facilitou a pulverização das ações da companhia, dando origem um novo fenômeno: o da separação entre o poder de controle e a propriedade das ações, fazendo com que a companhia se tornasse uma empresa institucionalizada.

Os agentes econômicos, então inseridos em um sistema de concorrência (dessa vez internacional), passam a demandar vultosos capitais para aplicação em pesquisa e desenvolvimento tanto de novos produtos como de novos meios de produção.

²¹⁸ *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 62.

²¹⁹ Em razão da complexidade, o tema não será analisado neste trabalho. Imprescindível, neste ponto, a leitura de COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

Segundo MUNHOZ, “o fenômeno concentracionista se acelera, na medida em que somente as grandes empresas, com estruturas organizacionais maleáveis, são capazes de enfrentar os desafios propostos pela economia globalizada”²²⁰.

O fenômeno concentracionista passou por duas fases, uma de expansão interna e outra de expansão externa.

A primeira fase, caracterizada pelo aumento da dimensão absoluta das empresas, com a diminuição de seu número, ocorreu em decorrência de um grande processo de fusões e aquisições (incorporações), gerando verdadeiros impérios empresariais.

No entanto, limites financeiros, organizativos e legais, fizeram com que o crescimento interno encontrasse obstáculos intransponíveis. As companhias, então, buscaram crescer externamente, integrando-se e formando estruturas cada vez maiores.

Essa segunda fase de concentração empresarial, conforme anotam LAMY FILHO e PEDREIRA, ocorreu por meio de *holdings* e de grupos de sociedades: “a integração de uma companhia em outra pela via da aquisição de ações pode ser feita gradualmente, sem a necessidade dos atos societários requeridos pelas operações de fusão ou incorporação, e com menor aplicação de capital se a aquisição não compreende as ações dos minoritários”²²¹.

Essas estruturas põem em xeque os pilares do modelo clássico de sociedade, pois, enquanto a personalidade jurídica se assenta na autonomia, pressupondo a existência de estruturas organizacional e patrimonial próprias, voltadas à consecução de um interesse independente (o interesse social), nos grupos, considerando as múltiplas manifestações do poder de controle, percebe-se uma confusão organizacional e patrimonial entre as diversas sociedades envolvidas, que têm seus interesses subordinados aos da sociedade controladora ou do grupo globalmente considerado²²².

Mas as necessidades de capital não deixaram de existir com os impérios industriais ou mesmo com os grupos de sociedades. Passou, então, a ser imprescindível o

²²⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002, p. 87.

²²¹ *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 71.

²²² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 4-5.

acesso a mercados que permitissem às companhias a realização de operações de conteúdo financeiro, que viabilizassem tanto a repartição de riscos como o financiamento das atividades econômicas.

O acesso ao mercado financeiro e de capitais, tanto por meio do mercado bancário, em que a transferência de recursos de agentes poupadores (superavitários) para aqueles que necessitam do capital (deficitários) ocorre com a intermediação financeira, como por meio do mercado de capitais²²³, em que referida transferência ocorre sem essa intermediação²²⁴, passou a ser imprescindível para os agentes econômicos, que demandavam capital.

Vale notar que a escolha entre um desses mercados depende da conveniência do agente econômico, que avalia os custos envolvidos sopesando-os com seus interesses. Assim, a escolha será pela emissão de ações a depender do impacto na avaliação dos títulos pelo método de fluxo de caixa, ou pelo mercado de crédito, a depender dos custos dos recursos²²⁵. A distinção dos dois mercados, que também fundamenta a escolha por um mercado ou por outro, envolve também os direitos relacionados à titularidade das ações ou de crédito. Enquanto o crédito gera o direito ao recebimento de uma taxa fixa de juros, as ações garantem seus titulares o recebimento de dividendos.

Independentemente das razões da opção política pelo desenvolvimento de um ou outro sistema, é evidente que o mercado de capitais goza de papel de destaque, em especial em razão da internacionalização da economia e do sistema financeiro, fazendo com que haja um fluxo cada vez maior de recursos entre os países²²⁶.

²²³ O mercado de capitais envolve a negociação tanto de títulos de dívida (debêntures, *commercial papers*, entre outros) como de títulos de participação (ações). Para fins deste trabalho, quando se fala em mercado de capitais, deve-se entender como mercado de acionário.

²²⁴ Vale notar que, além de mecanismos de financiamento, os agentes econômicos buscavam, também, a repartição de riscos (YAZBEK, Otavio. Ob. cit., p. 125).

²²⁵ No original: “*The willingness of an entrepreneur to sell his equity or to assume debt depends to a large extent of terms at which he can obtain external finance. For equities, these terms are reflected by valuation relative to the underlying cash flows; for debt, they are reflected by the cost of funds*” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper No. 5879, p. 4. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=8179>. Acesso em: 4 mar. 2012).

²²⁶ O surgimento do mercado de capitais se deu como reflexo do desenvolvimento das sociedades anônimas, as quais, como já visto, se originaram da necessidade de financiamento de atividades que demandariam investimentos vultosos, que não poderiam ser obtidos por meio de sociedades de pessoas, mas sim por meio da emissão de títulos de participação no capital das companhias. Como esses títulos garantiram a responsabilidade limitada e determinados direitos sobre o patrimônio social

Com efeito, o mercado de capitais diminui a importância da intermediação financeira ao admitir o fluxo direto de recursos entre agentes deficitários e superavitários, reduzindo, para as companhias, o custo de capital, inversamente proporcional ao desenvolvimento do mercado de capitais em que as negociações se estabelecem.

O financiamento das empresas por meio do mercado de capitais apresenta três notáveis vantagens. Em primeiro lugar, permite um menor endividamento bancário e, por conseguinte, um menor risco de choques cambiais, de crédito e de juros na economia nacional. Em segundo lugar, o financiamento direto possibilita às empresas que dele fazem uso um maior apoio em participação de capital do que em dívidas, concedendo fôlego extra em épocas de desaquecimento econômico e até mesmo a redução substancial de percalços de caixa nestes períodos. Por fim, o custeio da atividade das empresas pelo mercado de capitais permite, se conveniente, que as empresas recorram mais ao mercado externo que ao interno na busca por recursos necessários aos

e sobre os rendimentos gerados pelas empresas, além de dividir o risco da atividade, as sociedades anônimas passaram a ser consideradas as verdadeiras máquinas do capitalismo moderno. Com a intensa negociação desses títulos, surgiram os mercados secundários de ações. Embora pequeno o número de companhias no final século XVIII, as ações emitidas deram origem a mercados secundários por vezes altamente especulativos. Os títulos emitidos pela Companhia das Índias Orientais, por exemplo, eram negociados na Bolsa de Amsterdã, criada especialmente para isso, contemporaneamente à criação do Banco de Amsterdã, estrutura complementar à atividade da referida Companhia (FERREIRA, Valdemar. *Tratado de Direito Comercial*, 4º v. São Paulo: Saraiva, 1966, p. 13-14). Desenvolveram-se, então, as bolsas, conforme crescia a atividade financeira. Segundo Oscar BARRETO FILHO, seu apogeu “prende-se estreitamente ao desenvolvimento das sociedades anônimas, como meio de obter capitais, pois só a partir desse momento se pode falar na existência de verdadeiros mercados de valores mobiliários”. Quanto à origem das bolsas, não há, segundo o autor, uniformidade na doutrina. Alguns escritores identificam seu nascimento com a existência do *emporium* e do *collegium mercatorum*, entre os gregos e os romanos, respectivamente. Outros acreditam que o nascimento das bolsas se deu com as *loggie* italianas e com as *lonjas* espanholas na Idade Média. A palavra “bolsa”, no entanto, provém da cidade de Bruges, onde a família Van der Burse, no século XIII, assinalava a frente de sua casa com um escudo em que figuravam três bolsas, sendo que tal nome passou a designar uma praça contígua, onde os mercadores se reuniam. A primeira bolsa em caráter internacional, contudo, foi fundada em 1531, na Antuérpia e a organização moderna das bolsas só teve início no século XV, com a Bolsa de Londres (1570) e com as Bolsas de Paris e de Berlim, que adquiriram importância internacional somente nos fins do século XIX, conjuntamente à Bolsa de Nova Iorque (BARRETO FILHO, Oscar. *Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro*. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v.48, nº 283, p. 7-30, maio/1959, p. 12).

seus negócios, o que, em algumas oportunidades, poderia promover uma capitalização mais rápida e mais eficiente para a companhia²²⁷.

Não obstante, o mercado de capitais é considerado um mercado de risco, pois os recursos investidos são inexigíveis e não há garantia quanto ao retorno dos investimentos, dependente dos resultados da atividade econômica desenvolvida pela companhia. Nesse sentido, mister a criação de uma estrutura que garanta a estabilidade, a confiabilidade e a higidez necessárias para a existência de um mercado sólido e sustentável²²⁸⁻²²⁹.

É o que será analisado a seguir.

III.2.1 A regulação do mercado de capitais no Brasil

Antes de se tratar da regulação brasileira do mercado de capitais, é importante entender, ainda que sem o aprofundamento da matéria, quais as razões pelas quais se faz imprescindível a existência de regras limitadoras da autonomia privada nesta seara.

Sem adentrar a fundo na teoria econômica, responsável pela criação de modelos econômicos distintos a depender da percepção do comportamento humano, é evidente a mudança de pensamento. Enquanto os clássicos (fisiocratas, liberais, representados especialmente por Adam Smith) acreditavam na hipótese da mão invisível, no mercado como regulador das decisões econômicas de uma nação, os neoclássicos (marginalistas), mais focados na microeconomia, preocupavam-se com o comportamento do consumidor (que busca sua satisfação no consumo) e do produtor (que busca

²²⁷ CASTRO, Raphael Velly de. O mercado de capitais como imperativo desenvolvimentista. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v.41, nº 126, p. 42-57, abr.-jun./2002, p. 43.

²²⁸ Como nota Nelson EIZIRIK, o mercado de capitais tem a função primordial de “permitir às empresas, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas”. Segundo o mesmo autor, a caracterização do mercado de capitais como um mercado de risco decorre dessa inexigibilidade de retorno dos recursos empregados e da falta de garantia quanto ao retorno dos investimentos, dependente dos resultados da atividade econômica desenvolvida pela companhia (EIZIRIK, Nelson et al. *Mercado de Capitais: Regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 9).

²²⁹ Em se tratando de sociedades anônimas, a grande soma de capitais envolvida e os vários interesses nela abarcados em razão de sua complexa estrutura ensejam relevante exposição a risco.

maximizar o lucro), deduzindo, a partir de sua análise, o equilíbrio de mercado²³⁰. Para os neoclássicos, os agentes individuais agem sempre de forma racional, em um *locus* ideal, o mercado, que, competitivo, permite a alocação das condutas de forma eficiente²³¹.

Ressalvas, no entanto, foram feitas à teoria neoclássica. A racionalidade ilimitada passou a ser questionada em face da realidade, especialmente com a percepção das incertezas quanto aos eventos – assimetrias informacionais (a relação agente-principal, a *moral hazard*, a seleção adversa), custos de transação, ineficiente atribuição de propriedade sobre os bens, externalidades – e, assim, quanto ao cálculo de todas as consequências possíveis. Esses questionamentos sobre a racionalidade ilimitada deram azo ao surgimento de teorias que evidenciavam a importância das instituições, em especial quanto à sua capacidade de conformar a atuação dos agentes (voluntariamente ou por imposição) e à estabilidade e à previsibilidade outorgadas via estabelecimento de padrões²³².

Escolas econômicas, sobretudo as da linha institucionalista, então, passaram a ver como necessária, se não imprescindível, a criação de estruturas estáveis – no mercado ou fora do mercado²³³ – para as relações travadas entre os agentes econômicos.

Especificamente no que se refere à esfera financeira na atualidade, nota-se que a mitigação dos riscos a ela inerentes é indispensável, em vista de sua centralidade. Basta lembrar a crise de 2008, nos Estados Unidos, e seus efeitos: não só os EUA foram declarados em recessão, mas também a Alemanha e toda a zona do Euro; todo o sistema financeiro da Islândia foi arrasado e, no Brasil, o mercado acionário ficou tenso ao ponto de a BM&FBOVESPA interromper suas atividades seis vezes em menos de um mês²³⁴.

²³⁰ VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. *Economia: Micro e Macro*. São Paulo: Atlas, 2002, p. 38-40.

²³¹ YAZBEK, Otavio. Ob. cit., p. 7.

²³² YAZBEK, Otavio. Ob. cit., p. 14.

²³³ YAZBEK trata, em sua obra, dos mecanismos de enfrentamento dos riscos no mercado financeiro e de capitais “via mercado”, em que se procura negociar riscos com terceiros, e “extramercado”, em que são criados mecanismos de controle para os riscos (Ob. cit., p. 26). Para fins deste trabalho, no entanto, importa apenas análise dos mecanismos extramercado de controle dos riscos, pois, no âmbito do mercado financeiro, a natureza desses riscos, gerados dentro do próprio mercado, impede soluções privadas.

²³⁴ A interrupção das atividades decorreu do chamado *circuit breaker*, mecanismo utilizado pela BM&FBOVESPA que permite, na ocorrência de movimentos bruscos de mercado, o amortecimento e

Considerando esse cenário, fica claro que é indispensável, nesse mercado, a criação de mecanismos para a administração dos riscos e, assim, para a redução de incertezas. Em outras palavras, é imprescindível, segundo as teorias econômicas, a existência de instituições competentes para o estabelecimento das regras do jogo; ou, colocando em termos jurídicos, é imprescindível a limitação à autonomia privada.

No âmbito do mercado de capitais, as trocas de rendas presentes por rendas futuras satisfazem as necessidades de financiamento das sociedades anônimas, mas envolvem diversos riscos, merecendo destaque aqueles relacionados à assimetria informacional.

No entanto, nesta seara, a administração dos riscos não se faz via mercado, pois sua necessidade decorre de falhas do próprio mercado. Assim, são necessárias estruturas organizacionais hierarquizadas, que sujeitam as relações contratuais mais complexas a amplas restrições, especialmente via regimes legais. Essas estruturas organizacionais são criadas por meio da regulação²³⁵⁻²³⁶, que envolve as atividades normativa (elaboração de normas legais ou regulatórias), de supervisão (registro e acompanhamento dos agentes do mercado) e de fiscalização (aplicação das normas, podendo ensejar, inclusive, a aplicação de sanções).

A regulação do mercado de capitais, e, assim, das sociedades anônimas, deve ser, destarte, estatal, podendo ser efetivada por indução, mediante a criação de estímulos a agentes para determinados comportamentos, ou por direção, pela adoção de comportamentos compulsórios, que, se não observados, podem implicar na aplicação de sanções (por exemplo, normas relacionadas ao dever de informar). Adicionalmente,

o rebalanceamento das ordens de compra e de venda, protegendo o mercado de uma volatilidade excessiva em momentos atípicos.

²³⁵ Vale anotar a lição de SADDI e PINHEIRO, para quem “o termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal” (PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 254). Sobre a regulação do mercado de capitais, também vale a leitura de EIZIRIK, Nelson. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977 (Série Estudos Especiais n. 3); EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 21, n. 45, p. 48-59, jan./mar. 1982 e SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, nº 135, p. 136-147, jul./set. de 2004.

²³⁶ Não se olvide que além do caráter restritivo da regulação, vislumbra-se, ainda, sua utilização para a implementação de políticas públicas.

também é possível a intervenção por participação ou absorção, mediante a qual o Estado atua conjuntamente aos agentes privados para estimular comportamentos²³⁷.

No Brasil, desde a chegada das sociedades anônimas, verifica-se uma ampla intervenção estatal. Durante o período colonial, as companhias eram somente instrumento do governo português para colonizar o país. A sociedade por ações era privilégio outorgado pelo Estado. A autonomia dos empresários, assim, era amplamente limitada, sendo impedida a constituição deste tipo societário.

Com o Decreto nº 575/1849, a fase de privilégio dá lugar à fase de licença administrativa: para a constituição das sociedades por ações seria necessária autorização governamental, resguardando-se, assim, o poder de fiscalização das operações das companhias. Mesmo com o Código Comercial de 1850, manteve-se a exigência de autorização governamental para a constituição das companhias. Contudo, as medidas fiscalizatórias foram enrijecidas por meio da Lei nº 1.083/1860, que trata de bancos de emissão, meio circulante e diversas companhias e sociedades, e do Decreto nº 2.711/1860, que trata da criação e organização dos bancos, companhias, sociedades anônimas e outras.

A liberdade de constituição só veio com a Lei nº 3.150/1882 (e o Decreto nº 8.821/1882, que a regulamentou), que introduziu diversas normas sobre a estrutura e funcionamento das companhias.

Passando ao largo das alterações na disciplina legal das sociedades anônimas ao longo desse período, é relevante notar que, a partir da década de 1950, tornou-se objetivo de política pública a criação de um mercado de capitais forte e que pudesse servir de efetiva fonte de financiamento das empresas²³⁸.

Nesse contexto, quando se percebeu a necessidade de uma lei das sociedades anônimas e de um efetivo mercado de capitais, o estado brasileiro ainda poderia ser

²³⁷ GRAU, Eros. Ob. cit., p. 66-67.

²³⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 40. Antes, contudo, deve-se notar que as sociedades por ações no Brasil passaram por três fases. Na primeira, durante o período colonial, as companhias eram somente instrumento do governo português para colonizar o país; a sociedade por ações constituía um privilégio outorgado pelo Estado. Com o Decreto nº 575/1849, passa-se da fase de privilégio para a fase de licença administrativa: para a constituição das sociedades por ações, assim, é necessária autorização governamental. Somente com a Lei nº 3.150 de 4 de novembro de 1882, passa-se à fase de liberdade de constituição das companhias (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das Sociedades...*, v. I, p. 103 e ss.).

caracterizado como rural, não obstante visasse a mudar sua situação. Durante a década de 1930, o país ainda sofria os efeitos do *crash* da bolsa de Nova Iorque de 1929, em especial com a desvalorização do café, um de seus principais ativos à época.

Começou-se, então, a se pensar em um novo modelo econômico que pudesse fazer com que o país passasse por grandes crises internacionais com menores efeitos²³⁹. Com esse objetivo, após a Segunda Guerra Mundial, a Organização das Nações Unidas criou comissões de estudos econômicos, dentre as quais a Comissão Econômica para a América Latina (CEPAL), para analisar o processo de desenvolvimento dos países e, especificamente no caso do Brasil, para realizar reformas estruturais que propiciassem seu desenvolvimento²⁴⁰.

Nessa época estava em vigor o Decreto-lei nº 2.627/1940, cujo anteprojeto foi elaborado por Trajano de Miranda Valverde. Referido diploma legal visava a regular as sociedades anônimas de forma adequada ao contexto econômico e político brasileiro, vigendo até a década de 1970. Pode-se dizer, ainda, que, até a década de 1960, viveu também a anemia profunda do mercado financeiro e de capitais²⁴¹.

No entanto, com os governos militares, o desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais passou a ser objetivo prioritário, especialmente considerando-se o cenário de industrialização, de *déficit* do governo e de inflação pelo qual o país estava passando. Com efeito, após o crescimento de "cinquenta anos em cinco", decorrente do Plano de Metas de Juscelino Kubitschek, foi necessária a criação de políticas de combate à inflação, associadas a reformas estruturais, que permitiram o equacionamento dos problemas inflacionários causados pela política de substituição de importações e das dificuldades que se colocavam ao crescimento econômico. Passou a ser necessária, também, a expansão da indústria de base para evitar que o aumento da produção de bens industriais de consumo final, ampliada pela política de substituição de importações,

²³⁹ Na década de 1930 houve grandes exemplos de como a desordem mundial poderia afetar um país. Foi nesse período que se deu a ascensão do nazismo na Alemanha (1933), a invasão da Etiópia pelos fascistas italianos (1936), a derrubada da república espanhola (1936), o ataque japonês a China (1937).

²⁴⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle...*, p. 44.

²⁴¹ Não quer dizer, com isso, que o Decreto-lei fosse um diploma de qualidade ruim. Ao contrário, prestou ao país, segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, inúmeros serviços, especialmente pela adequação ao contexto em que inserida (*A lei das Sociedades...*, v. I, p. 112).

provocasse um aumento insustentável nas importações brasileiras de insumos básicos, consumidos de forma crescente pela indústria nascente.

Com esses objetivos, diversas reformas institucionais foram instauradas: diversos diplomas normativos foram promulgados para regulamentar o mercado de capitais e permitir que ele passasse a ser, efetivamente, alternativa ao instrumento estatal para empreendimentos de maior dimensão, e, assim, para permitir o desenvolvimento econômico por meio da alocação eficiente da poupança interna para as empresas²⁴². Nesse sentido, foram promulgadas, em 1964 e 1965, respectivamente, a Lei nº 4.595, que estruturou o sistema financeiro nacional, criando o CMN e o BACEN, e a Lei nº 4.728²⁴³, que disciplinou o mercado de capitais²⁴⁴.

Não obstante, o desenvolvimento do mercado de capitais só foi possível por meio de estímulos fiscais. Como anota MUNHOZ²⁴⁵, analisando o cenário econômico da época, é possível citar como instrumentos legais que incentivaram o investimento no mercado de capitais: (i) o Decreto-lei nº 157/1967, que conferia às pessoas físicas e às jurídicas a faculdade de aplicar o imposto de renda na aquisição de ações ou debêntures

²⁴² Deve-se notar que o sistema financeiro, por influenciar o processo de formação de capital, acaba também por influenciar o desenvolvimento econômico do país. Como nota José Marcelo Martins PROENÇA, um dos meios para se alcançar o desenvolvimento nacional é o desenvolvimento econômico, que permite diversos mecanismos de financiamento direto das empresas. Assim, o “o investidor financia as empresas e, por conseguinte, financia, simultaneamente, o desenvolvimento econômico e, por corolário, o desenvolvimento nacional” (*Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005. p. 194). EIZIRIK et al., por sua vez, notam que o desenvolvimento do sistema financeiro (i) contribui para a expansão do volume total de poupança do país, criando, para o público, instrumentos de poupança atraentes com respeito a prazo e liquidez; e (ii) torna mais eficiente a transformação dos fundos poupados em capital produtivo, através da alocação eficiente do total da riqueza e do incentivo à alocação eficiente dos novos investimentos (EIZIRIK, Nelson et al. Ob. cit., p. 4).

²⁴³ Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, as principais providências da lei podem ser agrupadas em (i) criação de um quadro institucional que induzisse a criação de um sistema de distribuição de títulos nos mercados de capitais; (ii) criação de condições para a formação de mercados de obrigações privadas de médio e longo prazos; (iii) regulamentação e policiamento das operações no mercado de capitais, segundo o modelo norte-americano; (iv) inovações na regulamentação das debêntures; e, por fim, (v) modificações no imposto sobre a renda para coordenar as diversas incidências sobre rendimentos de títulos negociados no mercado de capitais (*A lei das Sociedades...*, v. I, p. 123).

²⁴⁴ Para uma análise do desenvolvimento do mercado acionário a partir da década de 1960, vide MATTOS FILHO, Ary Oswaldo; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia Pádua (Coord.) *Direito e Economia: 30 anos de Brasil*, tomo 2. São Paulo: Saraiva, 2012 (Série GVLaw).

²⁴⁵ *Aquisição de controle...*, p. 48. Vide, para um relato completo, LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das Sociedades...*, p. 125 e ss.

convertíveis em ações emitidas por sociedades de capital aberto²⁴⁶; (ii) a Lei nº 4.357/64 permitiu que 20% (vinte por cento) dos recursos aplicados na aquisição de títulos nominativos da dívida pública federal e que 15% dos recursos aplicados na subscrição de ações nominativas emitidas em aumento de capital de sociedades anônimas que cumpram determinados requisitos fossem abatidos da renda bruta para determinação da base de cálculo do imposto de renda; (iii) a Lei nº 4.728/65 estabeleceu novas hipóteses e limites para abatimentos da renda bruta para fins da determinação da base de cálculo do imposto de renda (v.g., rendimentos de aplicação de recursos na aquisição direta, ou por meio de fundos, de ações emitidas por sociedades de capital aberto); e (iv) a Lei nº 4.506/64 isentou o imposto de renda incidente sobre o lucro distribuído.

Os incentivos tributários acabaram por provocar uma crise especulativa no início da década de 70, decorrente da abertura de capital por companhias meramente formais que buscavam somente usufruir dos benefícios tributários. Percebeu-se, assim, que a lei societária de 1940, concebida para companhias pequenas e fechadas, já não mais atendia à nova realidade das sociedades anônimas – a macroempresa moderna, com capital de risco formado por contribuições de um número muito grande de investidores no mercado – e aos anseios do empresariado brasileiro e dos investidores, sendo imprescindível sua reforma.

Foram, então, elaborados dois projetos de lei visando a desenvolver o mercado de capitais, propiciando a formação de um mercado primário que pudesse servir de fonte de financiamento às empresas. Esses projetos deram origem à Lei nº 6.385/76, que estruturou e disciplinou o mercado de capitais brasileiro e, ainda, criou a CVM, e à Lei nº 6.404/76, que, inspirada no direito norte-americano, mas atenta às particularidades brasileiras, disciplinou as sociedades anônimas.

Tamanha a qualidade dessas leis que ainda estão em vigor, formando as bases do mercado de capitais brasileiro e sendo responsáveis não só por sua estruturação,

²⁴⁶ Nos termos do Decreto-lei, os contribuintes do imposto de renda, observados os limites de 10% (dez por cento) para pessoas físicas e 5% (cinco por cento) para pessoas jurídicas, teriam a faculdade de, adquirindo “certificados de compra de ações”, oferecer recursos a instituições financeiras (Bancos de Investimento, Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento e Sociedades Corretoras, autorizados pelo Banco Central da República do Brasil) que os aplicariam na compra de ações e debêntures de companhias que cumprissem determinados requisitos. Posteriormente, passou-se a admitir que esses recursos (observado o limite de 1/3) pudessem ser aplicados também no mercado secundário.

mas por fornecer subsídios para a responsabilização dos participantes deste mercado e, ainda, por estabelecer os valores que devem ser tutelados pelas normas regulamentadoras emanadas pela CVM.

A Lei nº 6.404/76 tinha como pressuposto o objetivo de criação de um mercado primário de ações que permitisse a criação da macroempresa brasileira, em substituição às companhias meramente formais nascidas dos benefícios tributários. Adicionalmente, por meio da transformação de padrões de comportamento e de estruturas sociais, visou a tutelar interesses decorrentes de uma visão “empresário-empREENDEDOR”²⁴⁷, distinguindo as figuras do empresário-empREENDEDOR, a quem cabia o comando da empresa, e dos acionistas-investidores, que ofereciam capital aos empresários-empREENDEDORES e eram “havidos como atores externos ao empreendimento empresarial e simples titulares de direitos patrimoniais contra a sociedade”²⁴⁸.

Não cabe, aqui, no entanto, exame detalhado da lei societária e de seus objetivos e pressupostos, pois a análise do referido normativo permeia todo o trabalho. No entanto, é possível revelar que a Lei nº 6.404/76 foi promulgada visando a “criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no país, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira”. Referida lei preocupava-se com a exigência, para a mobilização da poupança popular e seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial, de sistemática capaz de assegurar ao acionista minoritário “o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos de segurança e rentabilidade”²⁴⁹.

Especificamente no que se refere à Lei nº 6.385/76, merece destaque a criação de órgão regulador especializado para a supervisão e fiscalização do mercado de valores mobiliários e para sua regulamentação. A CVM foi criada para disciplinar o mercado de títulos privados, abrangendo as companhias abertas, os intermediários e outros participantes do mercado.

²⁴⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle...*, p. 54.

²⁴⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle...*, p. 54.

²⁴⁹ BRASIL. Lei nº 6.404/76. Exposição de Motivos. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/>. Acesso em: 12 dez. 2013.

A criação da Autarquia reforça o papel exercido pelo Estado na regulação da economia²⁵⁰: o Estado, atuando no sentido de permitir, instrumentar e viabilizar um desenvolvimento econômico sadio, proporcionando maior segurança para o desenvolvimento nacional, deve contribuir ativamente para que os fins sejam atingidos, e também, como preconiza Raphael Velly de CASTRO, se abster de práticas inibidoras ao desenvolvimento do mercado de capitais²⁵¹⁻²⁵².

Com o fim de assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, conforme dito acima, a Lei nº 6.385/76 determinou que o CMN e a CVM devem exercer suas atribuições para o fim de (i) proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários, o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; (ii) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (iii) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; e (iv) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários.

²⁵⁰ Hoje, essa intervenção estatal no mercado de capitais é reconhecida constitucionalmente: o artigo 192 da Constituição Federal de 1988 determina que o sistema financeiro nacional deve ser “estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país e a servir aos interesses da coletividade”. A regulação do mercado de capitais, orientada pelo interesse público, tem, assim, como seus objetivos (i) a proteção aos investidores, garantindo que os retornos em aplicações no mercado estarão relacionados aos riscos do investimento; (ii) a criação e manutenção de instituições confiáveis e competitivas, garantindo estabilidade institucional; (iii) evitar a concentração do poder econômico, que pode diminuir a competitividade e causar imperfeições no mercado; e, por fim, (iv) impedir a criação de situações de conflito de interesses, extremamente prejudiciais.

²⁵¹ Ob. cit., p. 52.

²⁵² Para tanto, o Estado atua na produção de normas e no exercício de atividade coercitiva para garantir a observação destas normas. Tal atividade do Estado, como observa João DUQUE, deve ter em conta a realidade econômica e os princípios de eficiência, transparência e justiça. O autor, a esse respeito, assim se posiciona: “*Em suma, o sistema de valores mobiliários promoverá de forma mais eficiente a transferência de fundos entre a poupança e o investimento*”, in *A regulação do sistema financeiro: uma abordagem pela teoria financeira*, p. 6. Disponível em: <http://pascal.iseg.utl.pt/~jduque/jd_teoriaregulacao.pdf>. Acesso em: 30 out. 2009.

Especificamente no que se refere à CVM²⁵³, a Lei nº 6.385/76 atribuiu competências relacionadas ao mercado de capitais, limitando-a por meio da definição de valores mobiliários, contida na própria lei.

As competências da Autarquia, assim, referem-se (i) à sua função normativa, por meio da qual regula as matérias previstas na Lei nº 6.385/76 e na Lei nº 6.404/76, sendo que as normas devem ser restritas a aspectos técnicos e não devem alterar o alcance da lei ou os objetivos impostos por ela; e (ii) à sua função fiscalizadora, que abrange tanto a função de supervisão, ou seja, de acompanhamento do mercado de seus agentes, como a função de fiscalização, no sentido de esforço para que as normas sejam cumpridas, sob pena, até mesmo, de aplicação de sanções.

Aos poucos, os poderes da Autarquia foram ampliados. Em 1997, a Lei nº 9.457 ampliou o rol de sanções que poderiam ser aplicadas e, adicionalmente, tornou algumas das sanções previstas mais graves. Em 2001, com a Lei nº 10.303 e a Medida Provisória nº 08 (convertida na Lei nº 10.411/02)²⁵⁴, a CVM alcançou o *status* de agência reguladora²⁵⁵ e teve suas competências dilatadas para também (i) expedir normas sobre as informações que devem ser prestadas por membros do Conselho Fiscal e acionistas minoritários das companhias abertas; (ii) expedir normas aplicáveis à natureza das informações mínimas e a periodicidade de sua apresentação por qualquer pessoa que

²⁵³ Sobre a CVM vide EIZIRIK, Nelson et all. *Mercado de Capitais...*; TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002; ROCHA, Bolivar B. M. O poder normativo de órgãos da administração – o caso da comissão de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 64, p. 47 e ss.

²⁵⁴ Segundo Julian Fonseca Peña CHEDIK, a reforma da Lei nº 6.385/76 pela Lei nº 10.303/11 promoveu “uma revolução na regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro” (A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 526).

²⁵⁵ Segundo Maria Sylvia Zanella Di Pietro, as agências reguladoras são, em sentido amplo, quaisquer órgãos “da Administração Direta ou entidade da Administração Indireta com função de regular a matéria específica que lhe é afeta”. Têm como características distintivas a maior independência em relação ao Poder Executivo, a estabilidade de seus dirigentes, e, ainda, o caráter final de suas decisões (2002, p. 402-4). Nos termos da Lei nº 6.385/76, a CVM é “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária” (BRASIL. Lei nº 6.385/76. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 12 dez. 2013).

tenha acesso a informação relevante não divulgada; e, por fim, (iii) regulamentar os procedimentos aplicáveis aos processos administrativos.

Adicionalmente, com o alargamento do rol de valores mobiliários, que passou a incluir também derivativos, a competência da CVM foi ampliada. Merece destaque a criação do inciso IX do artigo 2º, que previu definição ampla de valores mobiliários, permitindo sua aplicação casuística, ainda que com certa redução da segurança jurídica quanto aos valores que poderiam ser fiscalizados pela Autarquia²⁵⁶.

A Lei nº 6.385/76 também deve ser destacada por conceder poderes às bolsas de valores para fiscalizar seus membros e as operações nela realizadas, auxiliando a CVM, e podendo estabelecer requisitos próprios para a admissão de títulos à negociação em seu recinto²⁵⁷.

Em 2001, o Decreto nº 3.995/05 incluiu, na Lei nº 6.385/76, dispositivos atribuindo funções regulatórias, de monitoramento e *enforcement* dos participantes do mercado, às Bolsas de Valores, Bolsas de Mercadorias e Futuros, e entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados²⁵⁸. Houve, assim, extensão da regulação estatal aos próprios membros do mercado, que, por meio da autorregulação²⁵⁹, passam a ter a competência para estabelecer normas de conduta e fiscalização.

Voltando à década de 1970, é possível perceber, contudo, que não obstante a qualidade das referidas leis, não se obteve êxito no desenvolvimento do mercado de capitais. No final da década de 1970 e início da década de 1980, o país sofreu duros golpes que abalaram sua economia: o segundo choque de elevação dos preços do

²⁵⁶ Sobre a definição de valores mobiliários, vide MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 59.

²⁵⁷ BRASIL. Lei nº 6.385/76. Exposição de Motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 12 dez. 2013.

²⁵⁸ Em razão da política de supervisão baseada em risco emanada pelo CMN (Resolução CMN nº 3.427/06) e disciplinada pela CVM (Deliberação CVM nº 521/07, conforme alterada), a CVM e a BM&FBOVESPA realizaram convênio por meio do qual estabelecem diretrizes para cooperação na fiscalização da divulgação de informações pelas companhias abertas.

²⁵⁹ Segundo Nelson EIZIRIK, a autorregulação pode ser definida como “a normatização e fiscalização por parte dos próprios membros do mercado, organizados em instituições ou associações privadas, de suas atividades, com vistas à manutenção de elevados padrões éticos” (*Regulação e auto-regulação...*, p. 52).

petróleo, em 1979, a elevação das taxas de juros internacionais, a partir de 1979, e a recessão mundial ocorrida entre os anos de 1980 e 1982.

Somente a partir de 1990 o país pode viver um momento econômico que permitiria, ainda que de forma incipiente, o desenvolvimento do mercado de capitais. O aumento da liquidez dos mercados internacionais e do fluxo de capital entre os países ensejou a adoção de políticas de abertura comercial e financeira, permitindo fluxos de recursos para países emergentes.

A partir daí, o governo brasileiro passou a atuar no sentido de “estimular a competição e a competitividade, recuperando o atraso da indústria nacional, decorrente da restrição ao financiamento, do fechamento da economia e da crise inflacionária que caracterizou a década anterior”²⁶⁰. Dentre essas medidas, merecem destaque o Plano Nacional de Desestatização (PND), por meio do qual, nos governos Collor e Itamar Franco, foram privatizadas trinta e três empresas; o Plano Real, que permitiu o alcance da estabilidade monetária e combateu a inflação que assolou o país por décadas; a redução da participação do Estado na economia, por meio do fim de monopólios e da privatização das estatais dos setores elétrico, de telecomunicações e de energia; e, ainda, o tripé de políticas adotados pelo governo de Fernando Henrique Cardoso – metas de inflação, câmbio flutuante e austeridade fiscal -, que conferiu as bases para a estabilidade macroeconômica do país.

Também merecem ser citadas as reformas institucionais e as razões de ordem macroeconômica que incentivaram o investimento no mercado de capitais: mudanças regulatórias que flexibilizaram as regras de aplicação de recursos, política de juros altos e tempo de operações relativamente curto dos fundos de pensão, e, ainda, a participação cada vez mais ativa do BNDES no mercado de capitais.

Nem assim o mercado de capitais brasileiro decolou. Diversos estudiosos, então, passaram a buscar as razões pelas quais o mercado de capitais permanecia estagnado em meio a um cenário econômico plenamente favorável.

Percebeu-se que o principal problema para a não atratividade do mercado de capitais era a falta de tutela dos investidores. Não obstante a lei societária fosse de

²⁶⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle...*, p. 60.

qualidade notável, sua alteração, em 1997, para afastar o direito de *tag along*²⁶¹ aos minoritários nos casos de alienação de controle, especificamente no contexto da privatização de diversas sociedades de economia mista, acabou gerando enorme insegurança para os investidores do mercado de capitais.

Quer dizer, o Estado, que buscou, por inúmeras reformas, viabilizar o crescimento do mercado de capitais, acabou por demonstrar o quanto a lei societária tornou-se inadequada ao novo cenário econômico.

O país, então, considerado, por sua economia, um país seguro²⁶², passou a se preocupar com a reforma da lei societária a fim de garantir maior proteção aos acionistas investidores.

Nesse sentido, foi promulgada, em 2001, a Lei nº 10.303, que buscou diminuir o grau de incerteza e desconfiança relacionado às empresas e acionistas por meio de uma proteção efetiva aos investidores²⁶³. Norma PARENTE destaca que a reforma da lei societária visou a corrigir as fragilidades do mercado de capitais brasileiro, especialmente por meio da implementação de regras de governança corporativa na lei societária, que precisava se adequar à chegada de capitais internacionais por investidores que condicionavam seus investimentos à existência da mesma governança corporativa existente em seus países de origem²⁶⁴.

²⁶¹ Em linhas simples, o *tag along* assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Os Regulamentos de Listagem preveem o *tag along* com alcance e com preço diferenciado, conforme será analisado com mais vagar.

²⁶² Em 2008, o país recebeu da Standard & Poor's o grau de investimento (*investment grade*), demonstrando "the maturation of Brazil's institutions and policy framework, as evidenced by the easing of fiscal and external debt burdens and improved trend growth prospects". SMITH, Geri. *Brazil Goes Investment-Grade*. Bloomberg Business Week. 1 maio de 2008. Disponível em: <http://www.businessweek.com/stories/2008-05-01/brazil-goes-investment-gradebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>. Acesso em: 20 nov. 2011.

²⁶³ KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge. Ob. cit., p. 7.

²⁶⁴ Ao longo do processo de discussão do projeto que se tornou a Lei nº 10.303/01 foram tomadas outras medidas para incentivar a adoção de práticas de governança corporativa. Sem falar na criação do Novo Mercado pela BM&FBOVESPA, que será analisada com mais vagar em razão da importância para o mercado de capitais brasileiro, é possível citar a Resolução nº 3.121 do CMN, que induziu os Fundos de Pensão a preferir a aplicação de recursos em companhias que adotassem boas práticas de governança corporativa e o Programa de Apoio às Sociedades Anônimas do BNDES, que passou a conceder financiamento com taxas diferenciadas a pequenas e médias empresas que adotassem padrões mais elevados de governança corporativa (PARENTE, Norma. Principais inovações

Dentre as mudanças, é possível citar (i) o fortalecimento da transparência das companhias²⁶⁵; (ii) a volta do direito de *tag along*, assegurando aos minoritários, no caso de alienação do controle da companhia, o recebimento de, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor pago ao acionista controlador em oferta pública de aquisição de ações; (iii) regras aplicáveis ao fechamento de capital, que somente poderá ocorrer após a realização de oferta pública de aquisição de ações por preço justo (calculado com base em critérios definidos em lei), sendo possível a reavaliação por solicitação de acionistas que representem pelo menos 10% (dez por cento) do capital social; (iv) a ampliação dos direitos dos acionistas minoritários relativamente à gestão da companhia por meio da possibilidade de eleição, pelos acionistas minoritários e preferencialistas, de membro do Conselho de Administração, que terá poder de veto na escolha do auditor independente; (v) reforma da composição do Conselho Fiscal, ampliando a representatividade dos acionistas minoritários; (vi) a redução da proporção entre ações preferenciais e ações ordinárias em novas companhias, que poderão ter seu capital social composto por, no máximo, 50% (cinquenta por cento) de ações preferenciais; e (vi) possibilidade de resolução de conflitos entre a companhia e acionistas ou entre controlador e minoritários por meio de arbitragem.

Contudo, as reformas foram tímidas²⁶⁶ e a necessidade de ampliação de garantias aos investidores para atração de investimentos ao mercado de capitais brasileiro passou a ser imprescindível. O tema da governança corporativa ganhou papel de destaque, em especial por meio do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, e dos Regulamentos de Listagem dos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA.

introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge. Ob. cit., p. 11-15).

²⁶⁵ A Lei nº 10.303/01 promoveu um aumento substancial na quantidade de informações a serem prestadas pelo controlador e administradores e no número de documentos que devem ser deixados à disposição do acionista quando da realização de assembleias gerais, determinando, ainda, que alguns desses documentos sejam publicados.

²⁶⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle...*, p. 65-66; SALOMÃO FILHO, Calixto. *Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 51-57. PARENTE e KANDIR também consideram a reforma da lei societária como insuficiente para, por si só, impulsionar o mercado de capitais e disseminar a cultura da governança corporativa. PARENTE reforça a necessidade de novos projetos para implementação de outros avanços (KANDIR, Antonio. Ob. cit., p. 6; PARENTE, Norma. Ob. cit., p. 12 e 14).

III.2.2 Governança Corporativa e Convergência

Não obstante a perspectiva de privatização das empresas estatais de grande porte e o fluxo de recursos advindos de investimentos estrangeiros, o mercado acionário brasileiro não logrou sucesso na década de 1990, sendo notável, ainda, a exportação da liquidez do mercado brasileiro para as bolsas norte-americanas²⁶⁷.

Diante desse cenário, a BM&FBOVESPA²⁶⁸, buscou identificar alternativas que permitissem alterar essa trajetória de enfraquecimento do mercado de capitais. Foi, então, criado grupo de trabalho para elaborar diagnóstico acerca das ineficiências do mercado de capitais brasileiro e para indicar medidas que poderiam ser adotadas a fim de desenvolvê-lo de forma efetiva.

O trabalho, realizado por José Roberto Mendonça de Barros, José Alexandre Scheinkman, Luiz Leonardo Cantidiano, Lúdia Goldstein, Tereza Maria Fernandez Dias da Silca e Antonio Gledson de Carvalho (MB Associados), identificou a inadequação da regulamentação do mercado de capitais brasileiro e, assim, insuficiência das garantias e direitos dos investidores em ações.

Assim, segundo MB Associados,

o mercado de capitais não se desenvolveu por falta de leis e instituições. Ele não se desenvolveu porque, em geral, graças ao fechamento da economia, os investimentos, e, conseqüentemente, as necessidades de financiamento das empresas eram limitadas e, portanto, passíveis de serem atendidas pelos lucros retidos e créditos comerciais e oficiais²⁶⁹.

Com efeito, diante da pouca necessidade de investimento nas atividades produtivas e da facilidade de captação de recursos por meio de empréstimos realizados no BNDES, as companhias preferiam não recorrer ao mercado de capitais e, assim, davam pouca atenção aos acionistas minoritários e preferencialistas. Contudo, diante do

²⁶⁷ SANTANA, Maria Helena et all. *O Novo Mercado*. International Finance Corporation, 2008.

²⁶⁸ Segundo Maria Helena SANTANA et all., a situação econômica das bolsas brasileiras também sofria com o cenário econômico da época. Diante da redução dos volumes negociados, foram firmados, no início dos anos 2000, acordos de integração entre as nove bolsas existentes no país, ensejando a concentração listagem e negociação de ações na BM&FBOVESPA e ficando as atividades de fomento como responsabilidade das outras bolsas (Ob. cit., p. 9).

²⁶⁹ MB ASSOCIADOS. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro*: Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais. BM&FBOVESPA, 2000, p. 5.

cenário de globalização, que implicou na elevação da competição (e, assim, da produtividade), das menores margens de lucro e do fim da inflação e do crédito público subsidiado, tem se tornado essencial o acesso ao mercado de capitais.

Para tanto, porém, torna-se indispensável seu desenvolvimento, possível somente com a adoção de boas práticas de governança corporativa. Sem elas, “investidores potenciais passam a se recusar a financiar empresas, tornando difícil – ou até mesmo impossível – que os empresários consigam financiar seus projetos, mesmo que sejam altamente lucrativos”²⁷⁰⁻²⁷¹.

O movimento de governança corporativa surgiu nos EUA e na Inglaterra como consequência de diversos fatores, dentre os quais a exigência dos investidores institucionais (fundos de pensão) por uma maior transparência nas companhias e por limites aos abusos dos controladores. O crescimento desses investidores, preocupados com seus investimentos e retornos, favoreceu a evolução das decisões em torno de ideias de governança corporativa, que, por meio da administração dos conflitos de agência²⁷²,

²⁷⁰ MB ASSOCIADOS. Ob. cit., p. 48.

²⁷¹ Não se diga, no entanto, que a governança corporativa tem seu fundamento somente na proteção dos investidores. No Brasil, a adoção de inúmeras práticas relacionadas ao tema foi incentivada também pela busca de proteção da empresa e do mercado de capitais, com o fim de atrair investidores e corrigir os desvios provocados pela falta de transparência. Deste modo, a governança corporativa foi responsável por um relevante impacto na legislação societária (RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil. *Revista Brasileira de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 41, nº 127, p. 165-174, 2002, p. 169). A contribuição mais evidente para disciplina jurídica da sociedade por ações está expressa na Lei nº 10.303/01, que alterou profundamente a legislação societária e teve como principal objetivo fortalecer o mercado de capitais brasileiro, com a intenção de, impondo padrões mais elevados de governança corporativa às empresas brasileiras, fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais nacional (SANTOS, Aline Menezes. Reflexões sobre Governança Corporativa no Brasil. *Revista Brasileira de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, nº 130, p. 180-206, abr.-jun./2003, p. 184 e ss. No mesmo sentido, LARUNA, Vivian. A influência da Governança Corporativa no Direito Societário Brasileiro. *Revista de Direito Empresarial*, nº 8, p. 171-187, jul.-dez./2007, p. 175 e ss.).

²⁷² Os conflitos de agência, decorrentes da relação agente-principal, surgem sempre que a satisfação dos interesses de uma parte (principal) depende da atuação de outra parte (agente). O problema resulta da dificuldade em motivar o agente a atuar no interesse do principal e não em seu próprio interesse. Nesse sentido: “*these conflicts all have the character of what economists refer to as ‘agency problems’ or ‘principal-agent’ problems. For readers unfamiliar with the jargon of economists, an ‘agency problem’—in the most general sense of the term—arises whenever the welfare of one party, termed the ‘principal,’ depends upon actions taken by another party, termed the ‘agent.’ The problem lies in motivating the agent to act in the principal’s interest rather than simply in the agent’s own interest. Viewed in these broad terms, agency problems arise in a broad range of contexts that go well beyond those that would formally be classified as agency relationships by lawyers. In particular, almost any contractual relationship, in which one party (the ‘agent’) promises performance to another (the ‘principal’), is potentially subject to an agency problem. The core of the difficulty is that, because the agent commonly has better information than does the principal about the relevant facts, the principal cannot costlessly assure himself that the agent’s performance is precisely what was*

eram responsáveis por um melhor desempenho das empresas e, por conseguinte, pela eficiência econômica em geral. Melhores práticas de governança corporativa foram, então, adotadas progressivamente pelos países desenvolvidos – EUA, Inglaterra, Itália, França e Alemanha.

Após a Segunda Guerra Mundial, os sistemas societários dos EUA, Europa Ocidental e Japão convergiram para um modelo único, em razão das práticas empresariais e do padrão de vida comum a esses países e das questões econômicas que deles derivam²⁷³.

Em vista desse cenário, surgiram correntes de estudo que buscaram explicar as razões do crescimento econômico, notando uma relação direta entre o desenvolvimento do mercado acionário e o desempenho econômico geral de um país (ainda que não haja consenso sobre a determinação da causa dessa relação)²⁷⁴. Dentre os estudiosos pertencentes a essa corrente, há aqueles que enfatizam os aspectos legais para a eficiência do mercado, ou seja, a necessária tutela dos interesses de credores e acionistas, merecendo destaque o trabalho de Rafael LA PORTA, Florencio LOPEZ-DE-SILANES, Andrei SHLEIFER e Robert W. VISHNY (LLSV), que demonstra os efeitos do ambiente regulatório nos mercados financeiro e de capitais.

Para LLSV, tanto as normas aplicáveis como seu *enforcement* são relevantes para o tamanho e extensão dos mercados de capitais. A proteção de investidores (potenciais acionistas) em face da expropriação pelos controladores gera uma disposição

promised” (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier; ARMOUR, John. Agency Problems, Legal Strategies and *Enforcement*. *Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009*, p. 21-31, 2010, p. 21. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em: 06 fev. 2013).

²⁷³ Já se verificava, nessa época, a convergência das principais características das sociedades anônimas - personalidade jurídica, responsabilidade limitada, livre circulação das ações, administração por meio da investidora em órgãos com competências definidas e propriedade das ações por investidores -, mas, ainda assim, era notável a diferença entre os sistemas societários no mundo.

²⁷⁴ Segundo MB Associados, “o mercado de capitais pode afetar o crescimento econômico através da criação de liquidez. Muitos investimentos de alta produtividade requerem que volumes expressivos de recursos sejam aplicados a longos prazos. No entanto, os investidores geralmente são refratários a comprometer recursos por longos períodos. Os mercados de capitais tornaram estes investimentos líquidos, portanto, menos arriscados e mais atraentes aos investidores. Assim sendo, a liquidez propiciada pelos mercados de capitais pode melhorar a alocação de recursos da economia na medida em que redireciona recursos de projetos com baixos retornos e curta maturação para projetos com altos retornos e longa maturação” (MB Associados. Ob. cit., p. 24).

para o investimento em ações e proporciona a expansão dos mercados de capitais²⁷⁵. Assim, os países que oferecem maior proteção aos minoritários apresentam mercados acionários relativamente maiores, maior número de companhias abertas, maior número de ofertas públicas de distribuição de ações, maior captação de recursos via mercado acionário, maior valor de mercado das empresas (relativamente ao valor patrimonial), e, por fim, menor grau de concentração da propriedade das empresas abertas²⁷⁶.

É evidente que países que adotam modelos societários com adequada proteção dos investidores²⁷⁷, ou seja, que permitem que os aplicadores de capital tenham o efetivo retorno de seus investimentos, possuem mercados de capitais mais desenvolvidos. Nesses sistemas, o recebimento de dividendos pelos acionistas decorre de seu direito de eleger os administradores e destituí-los, conforme sua atuação se dê em conformidade com seu interesse ou não.

Com essa percepção e com as mudanças no mercado financeiro e no mercado de capitais – a relativização das fronteiras em relação à produção e ao comércio, a mobilidade do capital especulativo e de investimento, a crença em um mercado global como pressuposto para o crescimento econômico dos países –, as regras de governança

²⁷⁵ No original, “[...] *legal environment – as described by both legal rules and their enforcement – matters for size and extent of a country's capital markets. Because a good legal environment protects the potential financiers against expropriation by entrepreneurs, it raises their willingness to surrender funds in exchange for securities, and hence expands the scope of capital markets*” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Ob. cit., p. 19)

²⁷⁶ O trabalho de LLSV evidencia, ainda, que países com proteção insuficiente dos acionistas minoritários apresentam como característica de seu sistema societário a concentração acionária. Isso porque aqueles acionistas com participação acionária relevante precisam, para evitar a expropriação pelos administradores, deter maior número de ações. Além disso, quando não há uma proteção adequada aos acionistas minoritários, existe uma tendência à aquisição de ações por alguns acionistas que visam a um maior retorno (p. 1145). Assim: “*the quality of legal protection of shareholders helps determine ownership concentration [...]. Heavily concentrated ownership results from, and perhaps substitute for, weak protection of investors in a corporate governance system [...]. Weak laws actually make a difference and may have costs. One of these costs of heavily concentrated ownership in large firms is that their core investors are not diversified. The other cost is that these firms probably face difficulty raising equity finance, since minority investors fear expropriation by managers and concentrated owners*” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Ob. cit., p. 1151).

²⁷⁷ LLSV citam os direitos de voto na eleição de administradores e outras pretensões específicas em relação à companhia. No original: “*(...) we are interested in the legal rights that shareholders and creditors have that enable them to extract a return on their investment from the insiders. For equity, these rights are mostly important the voting rights in the election of directors and other important corporate matters, as well as the rights to make specific claims against the corporation*” (LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. Ob. cit., p. 8).

passaram a ser essenciais para a sobrevivência e para o implemento da capacidade competitiva das sociedades e do próprio mercado de capitais, no que se refere à necessidade de atração de investidores.

Nota-se, assim, uma convergência global dos modelos societários, decorrente do consenso de que o interesse dos acionistas (nas mãos de quem deve estar o controle da companhia) deve ser privilegiado²⁷⁸, especialmente quando se tratar de acionistas minoritários, que não podem ser protegidos de forma adequada por instrumentos alternativos, como os contratuais²⁷⁹.

A principal razão pela qual deve haver a tutela dos acionistas minoritários é a existência dos chamados benefícios privados do controle ou seja, o valor adicional apropriado pelos acionistas controladores, que, não obstante possam ser justificáveis, podem ser extraídos²⁸⁰ de forma irrazoável ou injustificável diante da dificuldade de verificação e quantificação no dia-a-dia empresarial, embargando a atuação dos acionistas minoritários.

Referidos benefícios privados, são justificáveis, tendo-se em vista que o controle também envolve custos. A própria necessidade de concentração de um bloco de ações acaba por impedir que o empresário tenha um portfólio diversificado, implicando em aumento da exposição ao risco. Adicionalmente, o exercício do poder de controle enseja diversas responsabilidades, que merecem ser compensadas. Vale notar, ainda, que a existência de benefícios privados não representa por si só uma ineficiência, pois as oportunidades decorrentes do controle não precisam ser usufruídas necessariamente em

²⁷⁸ Não quer dizer, contudo, que as companhias devem atuar somente no interesse dos acionistas, ignorando todos os outros interesses envolvidos na companhia. Deve-se, na verdade, atuar no interesse dos acionistas de forma consciente. No original: *"This is not to say that there is agreement that corporations should be run in the interests of shareholders alone, much less that the law should sanction that result (...). The best means to this end – the pursuit of aggregate welfare – is to make corporate managers strongly accountable to shareholder interests and (at least in direct terms) only to those interests"*. Vale dizer, o que deve prevalecer são os *"shareholders interests in good conscience"* (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Harvard Law School Discussion Paper No. 280*, jan. 2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em: 6 fev. 2013, p. 9).

²⁷⁹ HANSMANN; Henry; KRAAKMAN, Reinier. Ob. cit., p. 9.

²⁸⁰ Essa extração pode se dar mediante (i) a venda de ativos da empresa por valor inferior ao praticado no mercado; (ii) o emprego de familiares não qualificados; (iii) a implementação de projetos ineficientes, que atendam a interesses particulares dos administradores, (iv) o pagamento de salários excessivamente altos para os diretores; (v) a celebração de contratos desvantajosos com empresas fornecedoras controladas pelos diretores, entre outros.

prejuízo dos acionistas minoritários, podendo, ao contrário, ser utilizadas em benefício da própria companhia.

O modelo societário que privilegia os interesses dos acionistas, adotado sobretudo nos EUA e no Reino Unido, deverá, assim, sobrepujar os modelos que privilegiam os administradores²⁸¹, os trabalhadores²⁸², o interesse público²⁸³ e, ainda, o modelo que privilegia os chamados *stakeholders*²⁸⁴.

Assim, deverá prevalecer um sistema em que se destacam as práticas de governança corporativa, fundadas no *disclosure*, em mecanismos e regras de conduta para a empresa e no *enforcement* adequado das obrigações, capaz de afastar os conflitos de agência e de proteger os interesses dos fornecedores de capital ao criar obstáculos (e até mesmo impedir) à expropriação por meio da extração de benefícios privados do controle.

No entanto, se esse modelo é realmente o melhor modelo²⁸⁵, o ideal para o desenvolvimento do mercado de capitais e do desenvolvimento econômico, o que faz

²⁸¹ O chamado “*manager-oriented model*” acreditava que os administradores eram tecnocratas desinteressados que poderiam guiar a companhia em conformidade com o interesse geral. No entanto, percebeu-se que, diante de excessiva discricionariedade, os administradores tendem a agir em interesse próprio, ainda que bem intencionados (HANSMANN; Henry; KRAAKMAN, Reinier. Ob. cit., p. 4).

²⁸² O chamado “*labor-oriented model*”, característico da Alemanha, é aquele que envolve os empregados da companhia em sua administração. Verificou-se que tais modelos levam a decisões ineficientes, paralisando ou enfraquecendo os conselhos, sem que seus benefícios possam compensar seus custos. Contra esse modelo, também é apontado o fato de haver outros mecanismos capazes de tutelar os trabalhadores de forma mais eficiente, por exemplo, pelo estabelecimento de contratos (HANSMANN; Henry; KRAAKMAN, Reinier. Ob. cit., p. 5-6).

²⁸³ De acordo com o “*state-oriented model*”, o Estado faz uso de diversos instrumentos (alocação de crédito, empréstimos estrangeiros, exceções à lei concorrencial) para que a companhia privada sirva primordialmente ao interesse público. Esse modelo enfraquece o controle acionário sobre a administração, que acaba por ser ineficiente (HANSMANN; Henry; KRAAKMAN, Reinier. Ob. cit., p. 6).

²⁸⁴ O “*stakeholder model*”, por fim, reúne características dos outros modelos acima referidos, tendo como primordial a proteção de vários grupos de interesse. Assim, também neste modelo a administração tem ampla discricionariedade, servindo como uma “arena de cooperação” (HANSMANN; Henry; KRAAKMAN, Reinier. Ob. cit., p. 7).

²⁸⁵ Vale notar, conforme GILSON, que o sistema para o qual os outros sistemas convergirão é aquele que parece ser o mais eficiente na época da previsão. Assim, antes da quebra da economia japonesa, acreditava-se que a convergência seria no sentido de um sistema centrado no financiamento bancário. Com o desenvolvimento da economia norte-americana, passou-se a acreditar que a convergência seria no sentido de um mercado de capitais com as mesmas características do mercado norte-americano. No original: “*the form on which systems would converge differed depending on which national system appeared most successful at the time of the prediction. Before the bursting of the Japanese ‘bubble economy’, the main bank system represented the future [...]. Not long thereafter, the Japanese bubble burst and the American economy bloomed – sustained growth, low unemployment and, most*

com que diversos outros países adotem modelos distintos? E o que faz com que, diante da ineficiência, esses países tenham tanta dificuldade em fazer com que seus sistemas converjam para o modelo ideal?

GILSON, que também prevê a convergência dos modelos societários²⁸⁶, destaca que as instituições dos sistemas de governança corporativa foram delineadas não em razão ou em busca da eficiência, mas pelo contexto histórico e político. Enquanto nos EUA o papel limitado das instituições financeiras acabou sendo um artefato econômico e político ensejador do desenvolvimento do mercado de capitais, em países como o Japão, a devastação decorrente da Segunda Guerra Mundial acabou por fortalecer as instituições financeiras, levando à construção de um sistema centrado no mercado bancário²⁸⁷.

BEBCHUCK e ROE, por sua vez, destacam que a manutenção desses sistemas menos eficientes decorre do fenômeno da *Path Dependence*, por meio do qual as características da estrutura de capital de um país em determinado momento dependem das características anteriores desse sistema. Assim, as condições iniciais, históricas e políticas, acabam por influenciar, senão determinar, o caminho que o desenvolvimento de um país trilhará, à medida que arranjos institucionais já existentes obstruem uma mudança de rumo.

Segundo os autores, a convergência para um sistema societário comum seria dificultada tanto pela forma estrutural da *Path Dependence* (*structure-driven Path Dependence*), ou seja, pela forma como as estruturas societárias iniciais influenciam as estruturas societárias subsequentes, como pela estrutura regulatória existente (*rule-driven Path Dependence*)²⁸⁸.

surprising, low inflation – due to its rapid response to global competition stock market-centered capital market, and the external monitoring to which stock markets are complementary” (GILSON, Ronald. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192*, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=229517>. Acesso em: 6 fev. 2013, p. 4).

²⁸⁶ Segundo GILSON, a convergência poderia ocorrer de três formas distintas: (i) funcional, por meio da flexibilização das instituições já existentes para adaptação às demandas do mercado, (ii) formal, com uma efetiva alteração da legislação e regulamentação em vigor, ou, então, (iii) contratual, em que a resposta do mercado é privada, por meio da realização de contratos e, assim, sem a alteração ou adaptação das instituições já existentes (GILSON, Ronald. Ob. cit., p. 30).

²⁸⁷ GILSON, Ronald. Ob. cit., p. 6-7.

²⁸⁸ ROE, Mark; BEBCHUK, Lucian. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131*, nov. 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=202748>. Acesso em: 6 fev. 2013, p. 8.

Assim, as companhias só aceitariam mudanças em seus sistemas societários se o aumento de eficiência fosse superior aos custos para adaptação; enquanto isso não se verifica, os empresários têm incentivos para usar seu poder para impedir quaisquer mudanças²⁸⁹. Além disso, a legislação e regulamentação aplicáveis dependem das características das companhias já existentes, de modo que a escolha das normas decorre das próprias estruturas subsistentes, havendo grupos de interesses que atuam no sentido de evitar mudanças, ainda que em prol da eficiência, para evitar a perda de poder político²⁹⁰.

Além da *Path Dependence*, existe outro impedimento para a convergência dos sistemas societários: o chamado *Olsom Problem*, a resistência da elite política e econômica para a realização de reformas, verificada especialmente em países que buscam o desenvolvimento econômico²⁹¹. Nesses países, grupos que já alcançaram sucesso econômico e, assim, influência política, acreditam que são ameaçados por eventuais reformas econômicas, colocando, assim, obstáculos para sua implementação.

Diante de tantos obstáculos, nota-se que, para que se alcance o desenvolvimento do mercado de capitais, as medidas devem ser independentes de grandes reformas, especialmente legislativas, que dificilmente lograrão sucesso. Uma das alternativas é o dualismo regulatório, que estabelece um novo regime, mais rigoroso quanto à proteção dos acionistas minoritários, existente paralelamente ao regime existente e aberto para qualquer companhia que queira adotá-lo²⁹².

No Brasil, o IBGC evidenciou a importância da governança corporativa e elencou seus princípios essenciais em seu Código das Melhores Práticas de Governança

²⁸⁹ ROE, Mark; BEBCHUK, Lucian. Ob. cit., p. 23.

²⁹⁰ ROE, Mark; BEBCHUK, Lucian. Ob. cit., p. 34.

²⁹¹ GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390, Mar./2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226>. Acesso em: 6 fev. 2013, p. 3-4.

²⁹² *Regulatory dualism seeks to mitigate political opposition to reforms by permitting the existing business elite to be governed by the old regime, while allowing other firms to be regulated by a new parallel regime that is more efficient. Regulatory dualism goes beyond similar but simpler strategies, such as grandfathering and statutory menus, by incorporating a dynamic element that is key to its effectiveness, but that requires a sophisticated approach to implementation* (GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Ob. cit., p. 4).

Corporativa²⁹³⁻²⁹⁴. O órgão, aliás, merece destaque por sua ampla atuação na área. Criado em 1995, por iniciativa do administrador de empresas Bengt Hallqvist e do professor João Bosco Lodi, o então Instituto Brasileiro do Conselho de Administração (IBCA) visava a colaborar com a qualidade da gestão das empresas brasileiras, fortalecendo o Conselho de Administração, órgão de supervisão e controle. No entanto, as preocupações se ampliaram, e passaram a abranger também questões relacionadas à propriedade, Diretoria, Conselho Fiscal e auditoria independente. O IBCA passou, então, em 1999, a se chamar Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC, e a atuar no sentido de “ser referência em governança corporativa, contribuindo para o desempenho sustentável das organizações e influenciando os agentes de nossa sociedade no sentido de maior transparência, justiça e responsabilidade”²⁹⁵.

Merece maior destaque, contudo, a solução adotada pela BM&FBOVESPA para fomentar o mercado de capitais. Seguindo as indicações de medidas de MB Associados, a BM&FBOVESPA criou os segmentos especiais de governança corporativa, nos quais se exige, para a listagem, o atendimento de diversas condições relacionadas à governança corporativa.

O exemplo do Novo Mercado foi, inclusive, reconhecido por GILSON, HANSMANN e PARGENDLER como paradigma do dualismo regulatório, capaz de superar as barreiras políticas impostas à reformas mais amplas não só do mercado de capitais, mas também de outras instituições²⁹⁶.

III.2.3 A BM&FBOVESPA e os segmentos especiais de listagem

Considerando a imprescindibilidade de adoção de uma medidas capazes de quebrar as barreiras políticas e econômicas do fenômeno da *Path Dependence* e do

²⁹³ CÓDIGO DAS MELHORES PRÁTICAS de Governança Corporativa. IBGC, 2009. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/CodigoMelhoresPraticas.aspx>. Acesso em: 10 jul. 2013.

²⁹⁴ Sobre a história do órgão vide VIEGAS, Leonardo. O IBGC Internacional. In: IBGC. *Governança corporativa: internacionalização e convergência*. São Paulo: Saint Paul, 2010 e IBGC. *Uma década de governança corporativa – História do IBGC, marcos e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul; Saraiva, 2006.

²⁹⁵ PROPÓSITOS e valores. IBGC. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/Secao.aspx?CodSecao=3>. Acesso em: 10 jul. 2013.

²⁹⁶ GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Ob. cit., p. 2.

Olsom Problem, a BM&FBOVESPA, seguindo as orientações do trabalho de MB Associados²⁹⁷, optou por adotar medidas privadas, independentes do Poder Legislativo, do Poder Judiciário ou, ainda, da atuação da CVM²⁹⁸, para alterar a trajetória de enfraquecimento do mercado de capitais brasileiro.

A BM&FBOVESPA criou, então, com base na experiência do mercado alemão – o Neuer Markt²⁹⁹ -, segmentos especiais de listagem, com regras próprias de governança corporativa que poderiam reduzir a percepção de risco por parte dos investidores, influenciando positivamente a valorização e a liquidez das ações³⁰⁰. A listagem nesses segmentos – Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 - era (e continua sendo) facultativa, por meio da celebração de Contrato de Participação no segmento de listagem.

²⁹⁷ MB Associados propuseram à BM&FBOVESPA (i) a atuação junto ao público em geral, com realização de campanhas institucionais que demonstrassem o papel do mercado de capitais no financiamento da economia, atraindo pessoas físicas para este mercado; (ii) a atuação para a redução dos custos de transação; (iii) maior agressividade na relação com as empresas através de um trabalho ativo de prospecção; (iv) atuação conjunta com bancos de investimento; (v) desenvolvimento de produtos alternativos, como *commercial papers* e debêntures; (vi) o apoio aos administradores independentes e à opção pela solução de conflitos pela via arbitral; e (vii) a criação de um mercado específico com exigências adicionais de governança corporativa reguladas por meio de contratos privados, como foi feito no mercado alemão com o *Neuer Markt* (MB Associados. Ob. cit., p.13).

²⁹⁸ SANTANA, Maria Helena et all. Ob. cit., p. 11.

²⁹⁹ A criação do Neuer Market, em 1997, se deu por iniciativa da Deutsch Borse, diante da percepção de que o baixo desempenho do mercado acionário alemão se devia ao baixo nível de proteção dos acionistas minoritários. Buscou-se, assim, por meio da criação de um segmento especial de listagem, a formação de um mercado cujas ações representassem liquidez e, deste modo, atraíssem novas empresas. Para a listagem no Neuer Market, as companhias devem atender algumas condições: (i) patrimônio líquido de pelo menos EU\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil euros) na data da candidatura; (ii) existência a, pelo menos, três anos; (iii) publicação dos demonstrativos financeiros nos três anos que antecederam a postulação; (iv) distribuição inicial de pelo menos 25% (vinte e cinco por cento) do número total de ações (*free float*); (v) vedação à negociação, pelos acionistas originais da companhia (*lock up*) por um período de seis meses; (vi) somente um título por empresa pode ser admitido à negociação; (vii) pelo menos 50% (cinquenta por cento) do valor da oferta inicial deve ser destinada a aumento de capital; (viii) prospecção deve seguir padrões internacionais; (ix) somente ações com direito a voto são admitidas; (x) publicação de demonstrativos financeiros trimestrais de acordo com US-GAAP ou *International Accounting Standards*; (xi) publicação de demonstrativos anuais dentro de quatro meses do encerramento do período; (xii) publicação de calendário anual; (xiii) realização de seminários anuais para analistas; (xiv) submissão ao código de *takeover*; (xv) resolução de conflitos pela via arbitral (MB Associados. Ob. cit., p. 18).

³⁰⁰ Para a BM&FBOVESPA, “o maior ‘custo’ de todos, e sobre o qual deveria ser concentrado seu foco pelo caráter determinante que possuía, era a precificação das ações. Em outras palavras, era o desconto atribuído pelos investidores em razão de riscos não associados ao negócio a que estavam expostos”. Assim, poderia haver a percepção de menor risco com a concessão de direitos e garantias adicionais aos acionistas, bem como com uma redução na assimetria de informações entre controladores, administradores e outros participantes do mercado (SANTANA, Maria Helena et all. Ob. cit., p. 11).

Ao se listar nesses segmentos especiais de governança corporativa, as companhias, voluntariamente, se submetem às obrigações decorrentes do Contrato de Participação no segmento de listagem, do Regulamento de Listagem, do Regulamento de Aplicação de Sanções Pecuniárias e do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, conforme aplicável, e, assim, a um conjunto de regras mais rígidas que as da legislação e regulamentação em vigor, que impõe aos seus membros – acionistas, inclusive acionistas controladores, administradores e membros do Conselho Fiscal – um *standard* de comportamento diferenciado e, ainda, regras capazes de estimular a dispersão do capital e do controle, tutelando de forma mais eficiente o acionista e o mercado como um todo.

Vale notar que a voluntariedade ocorre somente no momento da adesão³⁰¹, sendo que as companhias listadas que descumprirem quaisquer obrigações relativas aos Regulamentos de Listagem estão sujeitas a sanções pecuniárias e não pecuniárias, que podem chegar, no extremo, à expulsão da companhia do segmento de listagem.

Não obstante os três segmentos de listagem merecessem o devido destaque à época³⁰², chama mais atenção o Novo Mercado, em especial por só admitir companhias com capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias.

³⁰¹ Em 2002, o Regulamento de Registro de Emissores e de Valores Mobiliários foi alterado para que qualquer nova listagem que envolvesse distribuição pública de ações ocorresse, no mínimo, no Nível 1 (“Caso esteja sendo pleiteado registro de distribuição pública, primária ou secundária, de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição de emissão da companhia junto à Comissão de Valores Mobiliários, a companhia deverá, simultaneamente ao pedido de registro na BM&FBOVESPA, aderir ao Nível 1 das Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa, atendendo ao disposto em seu Regulamento”). O Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, por sua vez, dispõe, no inciso IV de seu artigo 6º, que “nas ofertas públicas realizadas no mercado de capitais brasileiro, as instituições participantes deverão participar apenas de Ofertas Públicas no mercado primário ou secundário de ações, debêntures conversíveis em ações ou bônus de subscrição, na qualidade de Coordenadores, assim entendidas as Instituições Participantes que contratarem a realização da Oferta Pública diretamente com a emissora e/ou ofertante dos valores mobiliários correspondentes, dentre as quais figurará uma instituição líder, nos termos da regulamentação publicada pela CVM (‘Coordenador Líder’), quando as emissoras de tais Ofertas Públicas tenham aderido, ou se comprometido a aderir, no prazo de 6 (seis) meses contado do primeiro anúncio de distribuição, ao ‘Nível 1’, pelo menos, das ‘Práticas Diferenciadas de Governança Corporativa’ da Bolsa de Valores de São Paulo (‘Bovespa’), devendo as Instituições Participantes incentivar essas emissoras a adotar sempre padrões mais elevados de governança corporativa” (CÓDIGO ANBIMA DE REGULAÇÃO e Melhores Práticas para as Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários. ANBIMA, 2011. Disponível em: <http://www.anbima.com.br/mostra.aspx/?op=o&id=77>. Acesso em: 15 nov. 2013.).

³⁰² Mesmo o Nível 1 representava um grande incremento nos direitos dos acionistas e investidores. Criado anteriormente à edição da Instrução CVM nº 480/09, que dispõe sobre o registro de emissores

Resumidamente, as companhias listadas no Novo Mercado têm como obrigações (i) a realização de ofertas públicas de colocação de ações por meio de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital; (ii) a manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações representando 25% (vinte e cinco por cento) do capital; (iii) a extensão, para todos os acionistas, das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia; (iv) o estabelecimento do mandato unificado de um ano para todo o Conselho de Administração; (v) a disponibilização de balanço anual seguindo as normas do US GAAP ou IAS; (vi) a introdução de melhorias nas informações prestadas trimestralmente, entre as quais a exigência de consolidação e de revisão especial; (vii) a obrigatoriedade de realização de uma oferta de compra de todas as ações em circulação, pelo valor econômico, nas hipóteses de fechamento de capital ou saída do Novo Mercado (deslistagem); (viii) o cumprimento de regras de disclosure em negociações envolvendo ativos de emissão da companhia por parte de acionistas controladores ou administradores; e, por fim, (ix) a obrigatoriedade de solução de toda ou qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao Regulamento de Listagem por meio de arbitragem.

Tantas inovações, contudo, foram recebidas negativamente por grande parte do mercado. Muitas companhias, embora realmente desejassem a adoção de melhores práticas de governança corporativa, não poderiam dispor da flexibilidade de emissão de ações preferenciais. Conforme SANTANA, executivos e acionistas controladores temiam que acionistas e investidores pressionassem a migração para o Novo Mercado, punindo-os por não fazê-lo por considerarem que a governança das companhias era insuficiente. Outros, ainda, criticavam a adoção de arbitragem como mecanismo de solução de conflitos, que poderia resultar em fonte de abusos sem o respaldo da justiça comum.

Diante dessas preocupações, foram criados os Níveis 1 e 2, “segmentos intermediários ente o mercado tradicional da BM&FBOVESPA e o Novo Mercado que têm por fim funcionar como degraus, facilitando a adaptação gradual das companhias já

de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários e sobre suas obrigações, o segmento impunha às companhias listadas deveres mais amplos de divulgação de informações.

listadas nos casos em que a migração direta para o nível máximo não seja considerada viável³⁰³⁻³⁰⁴.

Ainda assim, os segmentos especiais de listagem custaram a decolar. Era necessária uma mudança de cultura de diversos setores do mercado, em especial da comunidade empresarial. Para isso, a BM&FBOVESPA contou com o apoio do IBGC, com quem tinha projetos desde sua criação, que difundiu e prestigiou toda a ideia do Novo Mercado, e com o endosso da CVM e da SPC, que alteraram a regulamentação aplicável aos fundos de pensão para que fosse possível um maior limite de aplicação em ações de emissão de companhias listadas no Novo Mercado. Conforme SANTANA, também o BNDES e a ANBIMA garantiram apoio fundamental ao projeto: aquele, conferindo incentivos concretos para a adesão de companhias ao Novo Mercado; esta, inserindo em seu Código de Autorregulação para Ofertas Públicas de Valores Mobiliários, que seus membros somente poderiam liderar ofertas de emissores listados, no mínimo, no Nível 1.

Não há como questionar o sucesso dos níveis de governança corporativa. É visível o aumento notável no número de companhias nesses segmentos – hoje já são 134 companhias listadas no Novo Mercado, 21 no Nível 2 e 32 no Nível 1³⁰⁵.

Também merece destaque o número de ofertas públicas de distribuição de ações realizadas nesses segmentos desde o lançamento da CCR, a primeira companhia a fazer captação no Novo Mercado em 2004. Foram 139 ofertas públicas iniciais de ações (IPOs) - uma média de 14 por ano, chegando ao extremo de 58 IPOs em 2007 -, e 104

³⁰³ O Regulamento de Listagem do Nível 2, por sua vez, estabelecia que as companhias deveriam atender as regras do Novo Mercado, salvo quanto ao capital social, que poderia ser composto por ações preferenciais. Quanto às ações preferenciais, devem gozar do direito ao *tag along*, com, no mínimo de 80% (oitenta por cento) do preço recebido pelos acionistas controladores alienantes, além do direito de voto em determinadas matérias, como reorganizações societárias ou aprovação de contratos entre acionistas controladores e a companhia, quando esta for matéria de deliberação de assembleia geral. Já o Regulamento de Listagem do Nível 1 exigia maior transparência, por meio da divulgação de informações adicionais (informativos trimestrais, com fluxo de caixa e demonstrativos consolidados, revisados por auditores independentes), da divulgação mensal das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores, e da divulgação dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas que excedessem R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) ou 1% (um por cento) do patrimônio líquido da companhia, dentro do período de um ano. Assim, como o Nível 2 e o Novo Mercado, também as companhias do Nível 1 devem manter um percentual de ações em circulação superior a 25% (vinte e cinco por cento).

³⁰⁴ SANTANA, Maria Helena et all. Ob cit., p. 12.

³⁰⁵ Dados de 20/12/2013 incluindo CVC e Via Varejo, que se listaram nos segmentos em dezembro de 2013. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br.

ofertas subsequentes (“*follow-ons*”) – uma média de 10 por ano, chegando ao extremo de 18 ofertas em 2009. Foram, ao todo, 243 ofertas nesses segmentos especiais de listagem, sendo 183 ofertas no Novo Mercado, 34 ofertas no Nível 2 e 26 ofertas no Nível 1, e, ainda, 85 ofertas primárias, 40 ofertas secundárias e 118 ofertas mistas³⁰⁶. O nível de captação desses segmentos chama atenção: desde 2004, foram captados R\$ 407 bilhões (em média, R\$ 40,7 bilhões por ano, chegando ao extremo de R\$ 65 bilhões em 2007), sendo R\$ 190 bilhões a captação do Novo Mercado³⁰⁷.

Vale destacar, também, a participação de investidores estrangeiros, o aumento na participação de pessoas físicas e o reflexo das regras de governança corporativa nos preços das ações. Com efeito, os investidores estrangeiros têm uma participação média de 64% nas ofertas públicas de distribuição de ações, evidenciando a receptividade das boas práticas corporativas por parte desse público. Para fins de comparação, a média de participação de investidores institucionais é de 20%, do varejo, de 8,5% e de outros, 7,5%³⁰⁸. Já quanto à participação de pessoas físicas, notamos que houve um incremento relevante no número de CPFs cadastrados em agentes de custódia³⁰⁹. Em 2002, havia 85.249 investidores pessoas físicas; em 2004, 116.914 (representando um incremento de aproximadamente 37%); em 2013, 592.438 (ou seja, o número de pessoas físicas quintuplicou em relação ao ano de 2004)³¹⁰.

No entanto, diante da dinamicidade do mercado de capitais, da evolução das companhias listadas e das crescentes exigências dos investidores, os Regulamentos de Listagem passaram por duas revisões, que tiveram o objetivo de preservar o valor dos

³⁰⁶ Dados de 20/12/2013, sem inclusão das ofertas realizadas pela CVC e pela Via Varejo, em 09/12/2013 e 16/12/2013, cujos anúncios de encerramento ainda não haviam sido divulgados. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br.

³⁰⁷ Enquanto isso, foram somente cinco ofertas no segmento tradicional: os *follow-ons* da Ultrapar (oferta mista em 2005), AES (oferta secundária em 2005), Usiminas (oferta secundária em 2007), e Petrobras (oferta primária em 2010), e o IPO do BTG Pactual em 2012, captando um total de R\$ 365 bilhões, dos quais R\$ 120 bilhões referiram-se à oferta da Petrobras. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br.

³⁰⁸ Dados de 19/12/2013, sem inclusão das ofertas realizadas pela CVC e pela Via Varejo, em 09/12/2013 e 16/12/2013, cujos anúncios de encerramento ainda não haviam sido divulgados. Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br.

³⁰⁹ Os dados que demonstram a participação de pessoas físicas no mercado acionário levam em consideração o CPF cadastrado em cada agente de custódia, sendo, assim, possível, a cópia contabilização de pessoas físicas.

³¹⁰ Fonte: BM&FBOVESPA. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br.

segmentos e, assim, seu diferencial e atratividade para os investidores. Adicionalmente, buscava-se a manutenção do Novo Mercado como *benchmark* nacional e internacional.

A primeira das reformas ocorreu no ano de 2006³¹¹ e visou a uniformizar algumas das definições dos Regulamentos com aquelas constantes de normativos da CVM, afastando a possibilidade de dúvidas na aplicação dos dispositivos dos Regulamentos, e a aperfeiçoar a redação de alguns dispositivos, merecendo destaque aqueles relativos à arbitragem.

Dentre as alterações, merecem destaque (i) a exigência de 20% (vinte por cento) de conselheiros independentes nos conselhos das empresas, evidenciando a importância de boas práticas de governança nesse órgão da administração; (ii) a definição de conselheiros independentes, inspirada na contida no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC; (iii) a ampliação do prazo de mandato dos conselheiros para dois anos, a fim de conferir maior estabilidade à administração; (iv) a previsão para a BM&FBOVESPA poder editar normas complementares em relação à obrigatoriedade de realização de ofertas públicas de aquisição de ações para a saída do Novo Mercado ou do Nível 2 quando houver Controle Difuso³¹²; (v) modificação do percentual de *tag along* para as ações preferenciais de emissão das companhias listadas no Nível 2³¹³; (vi) previsão de exceções à vedação de negociação por controladores e administradores após a oferta inicial realizada no Novo Mercado e Nível 2 tanto para empréstimo visando a antecipação de negócios após a oferta como para empréstimo a formador de mercado; e (vii) aperfeiçoamento nos dispositivos relacionados à arbitragem.

³¹¹ O processo de audiência restrita teve início em novembro de 2005 e as alterações entraram em vigor em fevereiro de 2006.

³¹² Segundo a definição dos Regulamentos então vigentes, Controle Difuso é o poder de controle exercido por acionista detentor de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital votante, assim como por grupo de acionistas que não seja signatário de acordo de votos e que não esteja sob controle comum e nem atue representando um interesse comum. A definição foi excluída na reforma dos Regulamentos ocorrida em 2011.

³¹³ Em caso de alienação de controle de empresas do Nível 2 que tenham emitido ações preferenciais, os titulares dessas ações terão direito a receber, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor recebido pelos detentores das ações ordinárias. Considerando que o artigo 254-A da Lei nº 6.404/76 passou a prever, em razão das modificações perpetradas pela Lei nº 10.303/11, dentre as vantagens das ações preferenciais, o direito de serem incluídas na oferta pública de alienação do controle nas mesmas condições das ações ordinárias, a BM&FBOVESPA decidiu equiparar a previsão do Regulamento de Listagem à lei.

A segunda revisão ocorreu no ano de 2010, e as mudanças implementadas entraram em vigor no ano seguinte. Além da aprovação das alterações pelas companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa, a reforma dos Regulamentos envolveu discussão com o público diversificado. A revisão, assim, passou por algumas etapas: a análise das sugestões pela Câmara Consultiva do Novo Mercado, composta por membros externos à bolsa (investidores, companhias, advogados, bancos de investimento, associações, entre outros), a realização de fóruns de discussão com as companhias listadas, inclusive a realização de fórum especial sobre oferta pública por aumento de participação relevante, e, por fim, a realização de seminários “Desafios do Novo Mercado”, em São Paulo e no Rio de Janeiro, com painéis sobre os temas mais sensíveis.

Não obstante todos esses passos para a elaboração de um novo Regulamento, o nível de aceitação das sugestões não foi o mesmo da reforma anterior, que teve todas as propostas aprovadas.

Dentre aquelas aprovadas, merecem ser citadas (i) a vedação à acumulação de cargos de Diretor Presidente (ou principal executivo) e Presidente do Conselho de Administração; (ii) a obrigatoriedade de manifestação do Conselho de Administração sobre qualquer oferta pública envolvendo ações de emissão da companhia; (iii) a vedação de disposições estatutárias sobre *quorum* qualificado e cláusulas péticas; (iv) a vedação à limitação de voto de, no mínimo, 5% (cinco por cento); (v) a adoção e divulgação obrigatória de Política de Negociação de Valores Mobiliários e de Código de Conduta; e, por fim, (vi) especificamente para o Regulamento do Nível 2, *tag along* de 100% (cem por cento) para as ações preferenciais, dispensadas as companhias que já prevêm referido direito com percentual distinto.

Já dentre as propostas rejeitadas, merecem destaque (i) o aumento do percentual de conselheiros de 20% (vinte por cento) para 30% (trinta por cento); (ii) a obrigatoriedade de Comitê de Auditoria; e, por fim, (iii) a vedação a disposições estatutárias sobre *poison pills* e a previsão da chamada “OPA 30”, por meio da qual se obriga o acionista que atingir participação relevante, ou seja, 30% (trinta por cento) a

realizar oferta pública de aquisição de ações pelo maior preço pago nos últimos 12 (doze) meses, sendo possível a dispensa da referida oferta pela Assembleia Geral³¹⁴.

Não obstante as dificuldades, todo o sucesso proporcionado pela boa receptividade das boas práticas de governança corporativa acabou por fazer com que a BM&FBOVESPA expandisse suas ações. Assim, foi criado o Bovespa Mais, segmento especial de listagem³¹⁵ com o objetivo de fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias, permitindo o acesso gradual ao mercado de capitais e, ao mesmo tempo, o aumento da visibilidade da companhia para investidores.

Contudo, o segmento custou a decolar. O Regulamento de Listagem do Bovespa Mais impõe às companhias listadas obrigações semelhantes às do Regulamento do Novo Mercado (incluindo vedação à emissão de ações preferenciais³¹⁶) ressalvado o prazo de sete anos dado às companhias para atingirem o percentual mínimo – 25% (vinte e cinco por cento) – de ações em circulação.

Sete anos depois, contudo, após a superação de diversos desafios, passou-se a uma fase de busca de aprimoramentos desse mercado. Representantes do governo e do setor privado, então, se uniram para discutir alternativas que fomentassem o crescimento das pequenas e médias empresas – essenciais para a economia do país – e criaram o Comitê Técnico de Ofertas Menores³¹⁷, que deverá, futuramente, propor iniciativas que propiciem o uso do mercado de capitais de forma sustentável por essas companhias.

Esse panorama do desenvolvimento do mercado de capitais é salutar para o presente trabalho por permitir a compreensão das razões que levaram os agentes privados a emitirem normas limitadoras da autonomia privada.

³¹⁴ O assunto será estudado de forma mais aprofundada em momento oportuno.

³¹⁵ O Bovespa Mais foi criado como segmento especial de listagem para negociação de ações no mercado de balcão organizado. Contudo, foi aprovada a migração do mercado de balcão para mercado de bolsa, que será implementada em fevereiro de 2014.

³¹⁶ Nos termos do regulamento (vigente em dezembro de 2013), a autorização para listagem no Bovespa Mais depende da observação de condições mínimas, dentre as quais o capital social dividido exclusivamente em ações ordinárias, podendo ser concedida autorização a companhias em fase de abertura de capital que possuam ações preferenciais emitidas, observado o compromisso de (i) não emitir novas ações preferenciais; (ii) estabelecer em seu Estatuto Social o direito de conversão das ações preferenciais em ordinárias, vedando a conversão das ações ordinárias em preferenciais; e (iii) não registrar suas ações preferenciais para negociação no Bovespa Mais ou em qualquer outro segmento de mercado de balcão organizado.

³¹⁷ Participam do Comitê a ABDI, o BNDES, a BM&FBOVESPA, a CVM e a FINEP.

Nesse sentido, é possível visualizar a importância das boas práticas de governança corporativa, que propiciaram o desenvolvimento do mercado de capitais, notavelmente por meio do Novo Mercado. Não obstante, houve a criação de barreiras às empresas menores, que não poderiam incorrer nos custos de obtenção imediata de um *free float* acima de 25% (vinte e cinco por cento), ou mesmo nas dificuldades decorrentes do abandono da possibilidade de uso das ações preferenciais³¹⁸.

Tanto assim que a BM&FBOVESPA, reconhecendo a dificuldade de companhias menores abandonarem completamente o uso das ações preferenciais, optou por criar novo segmento de listagem, nos moldes do Bovespa Mais, permitindo a emissão da referida espécie de ações. O Regulamento do Bovespa Mais – Nível 2 ainda será submetido à aprovação da CVM e do Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, mas já foi bem recebido pelas companhias listadas no atual Bovespa Mais.

III.3 As diferentes limitações à autonomia privada nos diversos tipos de sociedades

Como visto, as limitações à autonomia privada são proporcionais aos valores (e interesses) elecados como merecedores de tutela pelo ordenamento jurídico. Assim, a depender do tipo societário constituído, é possível notar as diferentes formas de limitação à autonomia privada.

A partir de uma breve leitura do Código Civil, identifica-se a existência de diversos tipos societários, cada qual com sua própria regulamentação, agrupados em sociedades não personificadas e sociedades personificadas, estas abrangendo as sociedades simples (que exercem atividades não empresárias) e as sociedades empresárias.

Analisando os tipos societários não personificados, é possível notar a existência de uma maior autonomia na autorregulamentação de interesses. Não obstante a quantidade de dispositivos aplicáveis não deva ser parâmetro suficiente para se analisar

³¹⁸ Para informações sobre os trabalhos do Comitê Técnico de Ofertas Menores vide <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/abertura-de-capital/comite-tecnico-de-ofertas-menores.aspx?idioma=pt-br>.

o grau de autonomia, fica evidente sua amplitude nesses tipos societários: são somente cinco artigos aplicáveis às sociedades em comum (irregulares ou de fato)³¹⁹ e seis aplicáveis às sociedades em conta de participação³²⁰.

Já em relação às sociedades personificadas, é possível perceber um incremento considerável no número de normas aplicáveis. Basta ver que as sociedades simples (cujas normas são de aplicação subsidiária para outros tipos societários), voltadas exclusivamente para o exercício de atividades civis, nos termos do artigo 998 do Código Civil, são regidas por quarenta e dois artigos, tratando do contrato social, dos direitos e obrigações dos sócios, da administração, das relações com terceiros, da resolução da sociedade com relação a um sócio e da dissolução.

As sociedades limitadas, por sua vez, outro tipo societário personificado, são regidas por trinta e cinco dispositivos, tratando, além das disposições gerais, das quotas, da administração, do Conselho Fiscal, das deliberações dos sócios, do aumento e redução do capital, da resolução da sociedade em relação aos sócios minoritários e da dissolução, sendo regidas supletivamente pelas normas da sociedade simples ou, a depender de previsão no contrato social, pelas normas aplicáveis às sociedades anônimas³²¹.

³¹⁹ As sociedades em comum têm natureza de fato jurídico, de comunhão, por serem regidas por um contrato de sociedade não levado a registro. Não há personalidade jurídica e, assim, não há necessidade de mecanismos complexos para a proteção de credores. A responsabilidade dos sócios é solidária e ilimitada, sendo que os credores poderão executar tanto o patrimônio da sociedade (patrimônio especial, nos termos do artigo 988 do Código Civil) como o patrimônio particular dos sócios. Adicionalmente, as sociedades em comum não têm a faculdade de utilização de mecanismos jurídicos como a recuperação judicial, podendo, contudo, se sujeitar a processo falimentar.

³²⁰ A sociedade em conta de participação é tipo societário adotado por pessoas que buscam aplicar recursos em operações de risco, mantendo, contudo, por conveniência, o anonimato. Referida sociedade é composta pelo sócio ostensivo (com responsabilidade ilimitada pelas obrigações assumidas) e os sócios participantes, ocultos, que respondem apenas ao sócio ostensivo, a depender da forma como estabelecido o contrato de sociedade. Em razão dessa estrutura societária, a regulamentação aplicável é um pouco mais complexa que aquela relativa às sociedades em comum, não obstante ainda não haja grandes limitações à autonomia privada: o Código Civil prevê a aplicação subsidiária do disposto relativamente às sociedades simples e, ainda, de regras específicas no caso de liquidação.

³²¹ As sociedades em comandita simples e as sociedades em nome coletivo, previstas no Código Comercial de 1850, foram mantidas pelo Código Civil de 2002, não obstante seu franco desuso em razão da forma de responsabilização dos sócios (nas sociedades em nome coletivo, os sócios respondem perante terceiros de forma solidária, subsidiária e ilimitada; nas sociedades em comandita simples, os sócios comanditados respondem perante terceiros solidária, subsidiária e ilimitadamente e os sócios comanditários, exclusivos fornecedores de bens e serviços, respondem somente pelo valor de suas cotas) e da existência da sociedade limitada, que gozavam de maiores flexibilidades.

Especificamente no que se refere às sociedades limitadas, notamos que, criadas como mecanismo jurídico destinado a empresas pequenas ou médias³²², dotadas de reduzido número de sócios, passou a atender interesses econômicos e jurídicos variados.

O instituto só foi adotado, no Brasil, em 1919, por meio do Decreto nº 3.708/1919, em vista da possibilidade de incremento das transações, no comércio e na indústria, decorrente da segurança dos sócios na limitação de responsabilidades, que fica adstrita à formação do capital social pela integralização da quota subscrita³²³.

Tendo em vista serem mais restritos os interesses atingidos por meio de sua atuação, deixa a legislação pátria maior espaço para a autonomia privada. Não obstante ainda existam normas cogentes aplicáveis, em razão da necessidade de tutela, por exemplo, de credores, os sócios têm maior autonomia para o estabelecimento das regras a ela aplicáveis. Não obstante, diversas facilidades das sociedades por ações não são aplicáveis às sociedades limitadas, como, por exemplo, a facilidade de captação de recursos pela emissão de valores mobiliários.

As diferenças entre as sociedades limitadas e anônimas são perceptíveis desde sua constituição. Enquanto nas sociedades anônimas a integralização em bens exige a avaliação por três peritos ou empresa especializada e aprovação do laudo em Assembleia Geral, não há qualquer formalidade para integralização do capital em bens na sociedade limitada.

As regras de limitação de responsabilidade também são distintas. Enquanto nas sociedades limitadas os sócios são solidariamente responsáveis pela porção não integralizada do capital social, nas sociedades anônimas a responsabilidade se restringe ao acionista inadimplente.

Especificamente no que se refere ao capital social, nas sociedades anônimas existe a possibilidade de emissão de diferentes espécies de ações, as quais podem

³²² Segundo MUNHOZ, as características das sociedades anônimas, por exercerem enorme influência sobre a organização da atividade econômica, passaram a ser adotadas por outras formas societárias. Assim, em um contexto em que só existiam as sociedades em nome coletivo e as sociedades em comandita, extremamente personalistas, surgiu um tipo societário intermediária, que permitia a limitação da responsabilidade dos sócios e uma menor vinculação entre o ente coletivo e seus membros. (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea...*, p. 61-62).

³²³ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa Contemporânea...*, p. 62-63.

circular livremente; em relação às limitadas, não há possibilidade de emissão de quotas preferenciais, bem como há restrições quanto à circulação das quotas – o sócio poderá cedê-las a quem seja sócio, independentemente da concordância de outros sócios, mas a cessão da quota a terceiros dependerá da não rejeição de titulares de mais de um quarto do capital social -, evidenciando o caráter pessoal dessas sociedades.

Mais algumas diferenças podem ser evidenciadas na transferência das participações societárias. Quanto à forma, enquanto nas sociedades limitadas a transferência de quotas sociais se faz por meio da alteração do contrato social, nas sociedades anônimas o método é simples e pouco custoso: basta o registro nos livros sociais. No caso de sucessão, nas sociedades anônimas, os herdeiros do acionista falecido passam a substituí-lo na companhia, exercendo, em nome próprio, os direitos societários; já nas sociedades limitadas, a sucessão observará as disposições contidas no contrato social, podendo os sócios prever o não ingresso do herdeiro, apurando-se o valor da quota do falecido e liquidando-se sua participação acionária.

As estruturas administrativas também são distintas. Nas sociedades limitadas, ela é simples e enxuta: a sociedade pode ser administrada por um ou mais administradores, sócios ou não, designados no contrato social ou eleitos em separado; nas sociedades anônimas, a administração deve se dar por uma Diretoria e, no caso de companhias abertas, de uma Diretoria e de um Conselho de Administração.

Por fim, o regime das sociedades anônimas determina que os acionistas têm direito ao recebimento de dividendo mínimo obrigatório, ao passo que, nas limitadas, prevalecerá sempre a decisão da maioria sobre a distribuição de lucros, salvo se de outra forma dispuser o contrato social.

Tratando especificamente das sociedades anônimas, notamos que estão sujeitas a uma regulamentação própria, que visa a estabelecer a estrutura social e a tutelar, além dos sócios, outros interesses, como os do próprio mercado. Nesse sentido, LAMY FILHO e PEDREIRA esclarecem que a lei societária é um sistema de normas que visa a proteger os mais diferentes interesses, que podem ser identificados em cada norma, cabendo destacar os interesses (i) na eficiência e expansão da empresa; (ii) dos acionistas de participação nos lucros sociais e de valorização de suas ações; (iii) dos credores, em vista da responsabilidade limitada que caracteriza essas companhias; (iv) de investidores e intermediários dos mercados de valores mobiliários, especialmente contra abusos de acionistas controladores, administradores e agentes do mercado; e, ainda, (v)

dos administradores das próprias companhias, que necessitam que órgãos sociais tenham condições de funcionamento que permitam exercer com eficiência suas atribuições sem o risco de serem responsabilizados por suas decisões³²⁴.

A Lei nº 6.404/76, ainda, distingue diversas classes de companhias³²⁵, definidas e identificadas esparsamente, conforme suas peculiaridades. Assim, além das normas aplicáveis especificamente a companhias abertas e fechadas (únicas classes de companhias definidas pela lei), a lei societária prevê dispositivos aplicáveis (i) às sociedades de economia mista; (ii) à subsidiária integral; (iii) às sociedades controladoras, controladas e coligadas; (iv) às sociedades de comando de grupo e às sociedades filiadas a esses grupos; e (v) às companhias fechadas com menos de 20 acionistas e patrimônio líquido inferior a um milhão de reais.

Vale, contudo, destacar a distinção entre as companhias abertas e fechadas, não só pela necessidade de identificação das normas que cada uma delas subsume, mas também em prol de uma correta interpretação dos dispositivos aplicáveis a toda e qualquer companhia.

Não obstante uma das principais características das sociedades anônimas seja a participação do mercado de capitais, alguns empresários podem considerar conveniente a criação de uma sociedade anônima sem a pretensão de imediata utilização dessa forma de financiamento. As companhias, assim, podem ser abertas ou fechadas conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários, sendo que, para a emissão de valores mobiliários no mercado de capitais é imprescindível o registro perante a CVM.

A regulação específica das companhias de capital aberto se deu, conforme LAMY FILHO e PEDREIRA, com a percepção da necessidade de proteção dos acionistas e da ordem pública, especialmente considerando os abusos e os escândalos

³²⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, p. 171-172.

³²⁵ Além dessas normas específicas previstas na lei, não se olvide a existência de normas específicas aplicáveis a companhias que exercem determinada atividade, como instituições financeiras, sociedades de investimentos, sociedades imobiliárias, sociedades que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários, sociedades concessionárias ou permissionárias de serviços de telecomunicações, sociedades que detém a propriedade de navios ou aeronaves, entre outras.

financeiros da fase inicial de formação das companhias³²⁶. Segundo os autores, o distintivo da regulação das sociedades anônimas de capital aberto é a existência “de órgãos estatais de policiamento preventivo da distribuição de valores no mercado, de regulamentação e fiscalização das companhias, das bolsas de valores, dos intermediários e dos investidores no mercado”³²⁷.

Na legislação brasileira, importa notar que às companhias abertas aplicam-se inúmeras normas, além das previstas na Lei nº 6.404/76. Uma vez que uma sociedade anônima alcance o *status* de companhia aberta, por meio do registro na CVM, passa também a observar as inúmeras Instruções emanadas da Autarquia, dentre as quais merecem ser citadas (i) a Instrução CVM nº 10/80, que trata da aquisição, por companhias abertas, de ações de sua própria emissão; (ii) a Instrução CVM nº 358/02, que trata da divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante de companhias abertas e disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários; (iii) a Instrução CVM nº 400/03, que trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; e, ainda, (iv) a Instrução CVM nº 481/09, que trata das informações e dos pedidos públicos de procuração para exercício de direito de voto em Assembleias de acionistas.

Na lei societária, a complexidade dos interesses envolvidos em uma companhia aberta pode ser demonstrada pelas normas aplicáveis especificamente a essa classe de companhia: (i) somente os valores mobiliários de companhias abertas podem ser negociados no mercado; (ii) as ações ordinárias de companhias abertas não poderão ser de diversas classes, conforme facultado às companhias fechadas; (iii) as ações preferenciais de companhias abertas só poderão circular no mercado caso lhes seja atribuída ao menos uma das preferências ou vantagens constantes do parágrafo 1º do

³²⁶ O Código de Comércio francês de 1807 justificou essa necessidade pelos prejuízos que fraudes e erros na constituição e gestão de companhias poderiam causar aos acionistas e ao crédito em geral. Leis posteriores, por sua vez, procuraram assegurar ao público investidor informações que possibilitassem a decisão consciente sobre o investimento ofertado, por meio de prospectos (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, v. I, p. 134).

³²⁷ Referido sistema de proteção surgiu nos EUA, no início do século XX, com a promulgação das *blue sky laws*, leis estaduais que visavam a coibir esquemas especulativos, e com a legislação federal promulgada em 1933, após a quebra da bolsa em 1929 (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, v. I, p. 137).

artigo 17³²⁸; (iv) as companhias abertas não podem emitir partes beneficiárias; (v) o Conselho de Administração é competente para deliberar sobre a emissão ou as condições das debêntures, cujos títulos múltiplos deverão observar à padronização fixada pela CVM e cuja escritura de emissão terá a intervenção obrigatória de agente fiduciário; (vi) a constituição por subscrição pública deve observar regras específicas; (v) os livros de registro e de transferência de ações podem ser substituídos por registros mecanizados ou eletrônicos; (vi) o acionista controlador e os acionistas que elegerem membros do Conselho de Administração ou Fiscal deverão informar imediatamente as modificações em suas posições acionárias; (vii) os órgãos da companhia deverão informar, no relatório anual, as estipulações de acordos de acionistas sobre política de reinvestimento dos lucros e distribuição de dividendos; (viii) a convocação de Assembleia Geral deve observar maior prazo de antecedência, sendo possível sua ampliação ou suspensão pela CVM, conforme previsão, na ordem do dia, de deliberações sobre operações complexas; (ix) o material da Assembleia deve ser enviado, na data de publicação do anúncio de convocação, à bolsa de valores em que as ações de emissão da companhia forem admitidas à negociação; (x) o quorum qualificado de deliberação da Assembleia pode ser reduzido pela CVM; (xi) não há direito de retirada do acionista que dissentir de operação de fusão, incorporação, ou participação em grupo de sociedades caso a ação tenha liquidez e dispersão no mercado; (xii) o Conselho de Administração deve estar obrigatoriamente presente na estrutura de gestão; (xiii) acionistas ordinaristas que representem no mínimo 10% (dez por cento) do capital social e preferencialistas que representem 15% (quinze por cento) do capital social podem eleger membro do Conselho de Administração por eleição em separado³²⁹; (xiv) administradores declarados inabilitados pela CVM são inelegíveis; (xv) o administrador deve observar o dever de

³²⁸ As preferências ou vantagens elencadas pelo parágrafo 1º do artigo 17 são: (i) direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício; (ii) direito de recebimento de dividendo, por ação preferencial, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária; (iii) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o dividendo pelo menos igual aos das ações ordinárias.

³²⁹ Conforme decisão do Colegiado da CVM no Processo RJ 2005/5664, referida regra se aplica mesmo na hipótese do capital social ser composto apenas por ações ordinárias, de modo que, na hipótese ali prevista, os acionistas titulares de 10% (dez por cento) das mesmas poderiam eleger um membro do conselho de administração em separado, bem como o seu respectivo suplente.

sigilo; (xvi) prestação de informações³³⁰ pelos administradores à Assembleia Geral conforme solicitação de acionistas que representem mais de 5% (cinco por cento) do capital social é obrigatória; (xvii) fatos relevantes devem ser, obrigatoriamente, comunicados à bolsa e divulgados, imediatamente; (xviii) os administradores devem informar, imediatamente, as modificações em suas posições acionárias da companhia; (xix) os administradores têm responsabilidade limitada às competências previstas no estatuto social; (xx) o órgão que deliberar sobre emissão de ações mediante subscrição particular deve dispor sobre as sobras de valores mobiliários não subscritos; (xxi) pode ocorrer aumento de capital sem direito de preferência ou com redução do prazo para seu exercício na hipótese de venda em bolsa ou subscrição pública ou permuta por ações, ou, ainda, em oferta pública de aquisição de controle nos termos do artigo 172, incisos I e II; (xxii) demonstrações financeiras devem ser elaboradas conforme normas editadas pela CVM; (xxiii) podem ser distribuídos dividendos inferiores ao obrigatório e, ainda, pode haver retenção do lucro por companhias abertas exclusivamente para captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações; (xxiv) as companhias que não distribuam o dividendo obrigatório devem enviar justificativa à CVM; (xxv) a companhia resultante de incorporação, fusão e cisão envolvendo companhia aberta também será aberta, sob pena de direito de recesso; (xxvi) sociedades de economia mista estão sujeitas às normas emanadas pela CVM e os deveres de seus administradores são os mesmos dos administradores de companhias abertas; (xxvii) devem ser divulgadas informações adicionais sobre companhias controladas e coligadas, conforme normas expedidas pela CVM; (xxviii) a aquisição de ações da companhia aberta por suas coligadas e controladas deverá observar as normas expedidas pela CVM; (xxix) há direito de *tag along* na alienação de controle; (xxx) deve haver aprovação de alienação de controle de companhia que dependa de autorização do governo para funcionar pelo órgão competente para aprovar a alteração de seu estatuto; (xxxi) a oferta pública para aquisição do controle só poderá ser feita com participação de instituição financeira que

³³⁰ As informações que podem ser solicitadas são (i) o número de valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior; (ii) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (iii) os benefícios ou vantagens que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo; (iv) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível; (v) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante; (xxxii) na hipótese de incorporação, pela controladora, de controlada, deve haver a avaliação, por empresa especializada, dos patrimônios das companhias abertas; (xxxiii) as informações e comunicações podem estar disponíveis pela rede mundial de computadores; (xxxiv) os percentuais de participação societária para o exercício de direitos previstos na lei pode ser reduzido pela CVM³³¹.

Esse regime mais rígido de obrigações demonstra a quantidade e complexidade dos interesses envolvidos nas sociedades anônimas e, assim, a maior necessidade de tutela, o que acaba por ensejar uma maior redução na autonomia privada.

Com base em toda a contextualização realizada neste capítulo, quanto às sociedades anônimas, e no anterior, quanto à autonomia privada, serão analisadas, de forma específica, as limitações à autonomia privada presentes nos estatutos sociais das companhias abertas.

³³¹ Esses direitos são (i) exibição de livros; (ii) convocação de assembleia geral pelo acionista; (iii) pedido de eleição por voto múltiplo; (iv) pedido de informações pelo acionista em assembleia geral; (v) proposta de ação de responsabilidade contra administradores; (vi) pedido de instalação de conselho fiscal; (vii) pedido de informações ao conselho fiscal; (viii) ação contra sociedade controladora; (ix) pedido de instalação de Conselho Fiscal das filiadas de grupo de sociedades.

IV. LIMITAÇÕES À AUTONOMIA PRIVADA NOS ESTATUTOS DAS COMPANHIAS ABERTAS

IV.1 Natureza contratual dos estatutos sociais

Importante, antes de adentrar no estudo do tema proposto, compreender que a apreensão da natureza contratual dos estatutos sociais não é meramente teórica, mas imprescindível ao processo de subsunção às normas e princípios a ele atinentes.

Depois das inúmeras discussões — nas quais se buscava enquadrar o ato constitutivo de sociedade ora como ato complexo, ora como ato de fundação, ou ainda como ato unilateral e contrato concomitantemente —, Tullio ASCARELLI³³² acabou por defini-lo como contrato plurilateral, uma subespécie de contrato com certas peculiaridades, e, portanto, compatível com os princípios gerais dos contratos.

Contrato porque sua formação resulta de uma troca de declarações de vontade entre as partes no negócio, que têm por objetivo a formação de uma estrutura organizada para a exploração de atividade econômica com o intento de distribuir lucros entre os participantes. Plurilateral porque, a qualquer tempo, permitem-se novos integrantes ou contratantes que podem acrescer interesses à comunhão de interesses original, sempre com vistas à formação de uma organização³³³.

Neste ponto, é de ressaltar que por ser contrato destinado tanto à duração no tempo, não atribuindo, assim, direitos e obrigações que se exaurem com determinados comportamentos dos sujeitos envolvidos, como à admissão de novos contratantes e à organização a ser desenvolvida em relação com terceiros, não é possível tomar como únicos os interesses de seus fundadores, havendo muitos outros presentes.

Na legislação em vigor, não obstante inexistir no direito pátrio a previsão de contrato plurilateral, como existe no direito italiano, o diploma legal brasileiro aplicável

³³² ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, 2ª. Ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

³³³ Na doutrina moderna, CARVALHOSA esclarece que “não há como negar que o estatuto constitui elemento substancial do próprio contrato plurilateral de constituição da companhia. O negócio jurídico da constituição da companhia verifica-se pelos atos de subscrição de seu capital e aprovação do estatuto, os quais encerram o conteúdo do contrato plurilateral de sociedade” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, v.2. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 155).

às sociedades anônimas estabelece ser essa a natureza do contrato de sociedade, sujeitando-se, assim, aos princípios gerais dos contratos.

Corroborando a natureza contratual das sociedades o artigo 981 do Código Civil: “*celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados*”, disposição comum a todos os tipos societários, dentre os quais a Sociedade Anônima, prevista no artigo 1.088 do Código Civil, inserido no Capítulo V (Da Sociedade Anônima), do Subtítulo II (Da Sociedade Personificada) do Título II (Da Sociedade).

Outros autores também entendem as sociedades como contrato comercial. Nesse sentido, José A. Engrácia ANTUNES³³⁴ e Enzo ROPPO³³⁵, para quem os mais típicos contratos plurilaterais são aqueles em que as prestações de cada uma são dirigidas à persecução de um interesse comum, como o contrato de sociedade, com o qual as partes contribuem com bens ou serviços para o exercício em comum de uma atividade econômica com o fim de dividir seus lucros.

MUNHOZ, no mesmo sentido, considera o ato constitutivo de sociedade como contrato da espécie contrato-organização, que se presta a “estruturar os diversos interesses que confluem na vida da empresa, de forma a estimular comportamentos cooperativos dos agentes e buscar soluções que contribuam para o bem-estar geral”³³⁶.

Com efeito, não obstante sejam estabelecidas contraprestações para satisfação imediata dos interesses das partes, como aquelas decorrentes da avaliação de bens para a integralização do capital, não é esse o objetivo do contrato, que tem como evidente característica ser permanente e não de execução pontual. A sua função é, assim, instrumental: o contrato de sociedade é meio para a organização societária, para a criação

³³⁴ Ob. cit., p. 9.

³³⁵ Ob. cit., p. 82 e 83.

³³⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro M. de e ARAGÃO, Leandro Santos (Orgs.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 132. Ainda, do mesmo autor, “a sociedade, considerada espécie de contrato plurilateral, tem como uma de suas características a constituição de uma *organização* permanente. Ao contrário do contrato de permuta, a sociedade é constituída para uma atividade ulterior, na busca do interesse social, o que pressupõe uma estrutura organizacional autônoma para exercê-la” (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 76).

de uma organização apta ao desenvolvimento de uma atividade econômica com o objetivo de lucro, de modo que a comunhão de escopo, ao invés de ser individual, como nos outros contratos, é a comunhão de álea pelas partes contratantes.

PEDREIRA e LAMY FILHO também defendem a natureza contratual das sociedades anônimas. Segundo os autores, “a companhia foi concebida como forma de organização de grupo de indivíduos que se associavam com o fim de exercerem em comum a função empresarial”³³⁷⁻³³⁸.

Inobstante tal evolução doutrinária, existe corrente doutrinária que classifica as sociedades como instituição e não como contrato³³⁹. Essas ideias surgiram com o fenômeno da macroempresa, que passou a abranger e a afetar não somente o interesse dos acionistas, mas também a trabalhadores, empregados, fornecedores, entre outros.

Surgiu, então, a teoria da empresa em si (teoria institucional), defendida por Rathenau, que vê a companhia como transcendente ao interesse pessoal dos sócios, orientada para o interesse público e, assim, sujeita à intervenção do Estado. Referida teoria foi substituída pela teoria da pessoa jurídica em si, que postulou que “há na sociedade anônima, enquanto pessoa jurídica, um interesse público, que não coincide com o dos sócios e é superior a este”³⁴⁰.

Não obstante existam, de fato, características institucionais nas sociedades anônimas, que, a cada dia, têm aumentado o grau de complexidade das relações envolvidas, não é possível afastar seu caráter contratual.

PEDREIRA e LAMY FILHO explicam que a classificação da companhia como instituição resulta da confusão dos conceitos de empresa e companhia na análise

³³⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 79.

³³⁸ Os autores identificam, no entanto, diversas objeções à natureza contratual das companhias. No final do século XIX, alguns autores classificaram a constituição da companhia como ato complexo ou coletivo, i.e., ato unilateral coletivo de natureza especial, de fundação, em razão de dar origem a um novo sujeito. À medida que os contratos de massa passaram a ser utilizados, as objeções no sentido de classificação como ato complexo foram diminuindo, e passou-se a defender o contrato de sociedade como contrato de adesão. No século XX, contudo, as crescentes limitações à autonomia privada na constituição e funcionamento das companhias fizeram com que novamente fosse afastado o caráter contratual da sociedade. No entanto, tendo-se em vista a evolução do direito positivo no sentido da crescente intervenção do Estado em muitos tipos de contratos, tal objeção deixou de ser considerada (p. 80-82).

³³⁹ Sobre o assunto, vide SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2006.

³⁴⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 84.

do fenômeno da macroempresa. Nesse sentido, enquanto a companhia desempenha o papel do empresário, i.e., é a estrutura por meio da qual a atividade econômica é desempenhada, a empresa é o fato econômico e social relevante para a aplicação da lei societária. Quer dizer, não obstante, o fato econômico da macroempresa institucionalizada muitas vezes ganhe relevo, especialmente considerando-se o fenômeno da dispersão acionária, este não autoriza a classificação da companhia como instituição³⁴¹.

Quanto ao estatuto social, é contrato aberto a adesões que não se altera com a substituição dos sócios ou dos administradores, em razão da possibilidade de circulação das ações, e com normas que regem tanto direitos e deveres dos acionistas quanto o funcionamento da organização³⁴². Trata-se de parte integrante do contrato constitutivo da companhia³⁴³⁻³⁴⁴, com natureza e origem contratual, mas com caráter de lei, no sentido formal, aplicável aos acionistas, presentes e futuros, que regula as relações internas da companhia, definindo, inclusive, sua estrutura³⁴⁵.

³⁴¹ Segundo os autores, “a transferência de poder de controle para os administradores é fato que não altera a natureza jurídica da companhia. Os acionistas, embora omissos no exercício do poder, continuam a ser os titulares dos direitos de voto na Assembleia Geral e a experiência mostra que nos momentos de crise é comum que o poder seja retomado pela maioria dos acionistas. Além disso, a preservação da natureza contratual da companhia é confirmada pelo fenômeno do *take-over bid*: é através da compra de ações dispersas no mercado que um empresário ou sociedade empresarial assume o controle da companhia e sua empresa” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 87).

³⁴² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 680.

³⁴³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 680.

³⁴⁴ Neste ponto, releva traçar a questão da distinção entre o estatuto social e os atos constitutivos societários. VALVERDE entende que o ato constitutivo é o germen da sociedade, contrato constitutivo da companhia, e o estatuto social “a norma de vida da sociedade em andamento”, lei especial que a regula. Os estatutos, assim, se destacam dos atos constitutivos da sociedade anônima e, uma vez que estes são arquivados, ganham autonomia, perdendo seu caráter contratual (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*, v. 1. Rio de Janeiro: Forense, 1953, p. 240 e ss.). VIVANTE, contudo, vê o ato constitutivo e o estatuto como integrantes do mesmo ato, sendo que devem ser apresentados em conjunto para a regularidade da constituição da companhia. Assim, “do ponto de vista jurídico, o estatuto consta de um conjunto de cláusulas que integram o contrato plurilateral da sociedade; do ponto de vista técnico, é o ordenamento orgânico da sociedade para as relações não reguladas por lei” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 153).

³⁴⁵ Com base nessas premissas, autores como COMPARATO classificam os estatutos sociais como ato-regra: “os estatutos sociais apresentam-se, assim, como um *ato-regra* [...], sem embargo de sua adoção como conteúdo do negócio jurídico plurilateral de criação da sociedade. Eles representam o papel desempenhado pela constituição política no plano estatal, assinalando as finalidades da instituição, a sua organização e o modo de designação dos respectivos órgãos, o seu funcionamento e os seus poderes” (Poder de Controle..., p. 132). Não obstante, isso não afasta o caráter contratual dos estatutos sociais e, assim, sua submissão às regras do direito contratual.

Nesse sentido, considerando que os contratos de sociedade “*concretizam e possibilitam a atuação das empresas no mercado*”³⁴⁶, viabilizando, assim, a atividade mercantil, devem, por suas características, ser interpretados segundo as regras e princípios peculiares ao direito dos contratos empresariais.

IV.2 Elaboração, modificação e conteúdo dos estatutos sociais

IV.2.1 Elaboração dos estatutos sociais

A elaboração dos estatutos sociais se dá no contexto da constituição das companhias, definida como o “conjunto de atos materiais e jurídicos necessários para a criação do organismo jurídico posto à disposição daqueles que querem empreender uma atividade que exige capitais importantes”³⁴⁷.

A companhia é formada a partir da celebração de um contrato típico (pois as regras que o disciplinam são previstas em lei), de formação sucessiva (pois, uma vez celebrado, pode ser modificado por deliberação da maioria dos contratantes) que cria uma organização social de natureza associativa (pois as partes podem ser substituídas mediante a transferência de suas ações)³⁴⁸. Esse contrato constitui a sociedade, vincula as partes e cria a organização.

Independentemente da forma pela qual a companhia é constituída – por subscrição pública ou por subscrição particular –, os atos de constituição devem observar formas solenes, a fim de se permitir que, ao longo do processo, outros interesses não sejam atingidos. Não obstante, o grau de formalidade é distinto..

Na constituição por subscrição pública, “os fundadores vêm a público para que terceiros possam aderir ao projeto por eles apresentado e, posteriormente, aprová-lo em Assembleia Geral”³⁴⁹. Essa forma de constituição demanda o prévio registro da emissão na CVM e que o processo de subscrição seja efetuado com a intermediação de

³⁴⁶ FORGIONI, *Teoria Geral...*, p. 152-3.

³⁴⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 661.

³⁴⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, *Direito das companhias...*, p. 660. EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A. comentada...*, v. 1, p. 472.

³⁴⁹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 485.

instituição financeira. Vale dizer, em razão do interesse público envolvido, especialmente aquele relacionado ao mercado de valores mobiliários, há estrita regulamentação e fiscalização governamental no que se refere ao cumprimento das formalidades documentais e ao comportamento dos fundadores e da instituição intermediária.

Já na constituição por subscrição particular, a constituição da companhia e a subscrição do capital se dão em atos simultâneos ou quase simultâneos, sendo as regras aplicáveis protetoras dos credores e dos acionistas minoritários³⁵⁰.

Especificamente no que se refere ao estatuto social, sua elaboração ocorre logo na fase inicial de constituição das sociedades. Contudo, enquanto na constituição por subscrição pública não há discussão das regras pelos subscritores (que apenas aderem ao documento elaborado pelos fundadores) e pela instituição intermediária (que os auxilia), na constituição por subscrição particular, todos os subscritores discutem as cláusulas do estatuto³⁵¹.

Após a organização da sociedade, tem início a fase de subscrição do capital, isto é, a fase na qual “uma pessoa obriga-se a fazer parte da sociedade, quer a constituição da companhia ocorra por subscrição pública, quer por subscrição particular”³⁵²⁻³⁵³. Nos termos do artigo 85 da lei societária, a subscrição se dá por meio do pagamento da entrada e da assinatura da lista ou do boletim de subscrição.

Encerrada a fase de subscrição, deverá haver nova manifestação de vontade dos subscritores, em Assembleia Geral³⁵⁴, para a constituição da sociedade anônima. Nesta Assembleia, todos os subscritores terão direito de voto, independentemente da espécie das ações subscritas. É nesse momento que se dá a aprovação do projeto de

³⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 139.

³⁵¹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 492. No caso de constituição por subscrição pública, o projeto de estatuto é elaborado pelos fundadores, sendo que os subscritores, que a ele tem acesso em decorrência de seu depósito em instituição financeira, podem apenas optar por aderir ou não. Assim, a eficácia do projeto de estatuto na hipótese de constituição da companhia por subscrição pública é anterior à constituição da pessoa jurídica, diferentemente da hipótese de subscrição particular, em que o estatuto social tem vigência imediata com a assembleia geral de constituição ou mesmo com a elaboração da escritura pública (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 154).

³⁵² EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, p. 509.

³⁵³ Nessa fase ocorre a verificação da capacidade civil dos subscritores, bem como a legitimidade para que se tornem acionistas da companhia.

³⁵⁴ A constituição por subscrição particular pode realizar-se, alternativamente, por escritura pública.

estatuto, que não poderá ser modificado pela maioria³⁵⁵, salvo para sanar irregularidades eventualmente existentes, como cláusulas contrárias à lei, à ordem pública e aos bons costumes³⁵⁶.

Após a constituição, então, os atos constitutivos são levados a registro e, a partir daí, há a aquisição da personalidade jurídica³⁵⁷.

IV.2.2 Modificação dos estatutos sociais

Como vimos acima, o estatuto social é a lei interna da companhia, responsável por estruturar a atividade empresarial e indicar quais são os interesses envolvidos e como eles estão inseridos na empresa e são protegidos.

Nesse sentido, o disposto neste documento societário permite a identificação dos riscos por aqueles investidores que querem se tornar acionistas da companhia. Claro fica, portanto, que a modificação do estatuto social é matéria de extrema relevância, independentemente se referida alteração implicar em modificação de conteúdo ou de forma³⁵⁸.

Não obstante os estatutos sociais sejam considerados contratos, excepcionam uma das principais características do referido instituto: a necessidade de consenso de todos os participantes para sua alteração³⁵⁹⁻³⁶⁰. Não se aplica, contudo, essa exceção no caso de modificação do projeto de sociedade: na Assembleia de constituição, a maioria não tem poderem para alterá-lo.

³⁵⁵ Afinal, conforme anota EIZIRIK, “os subscritores concordaram em fazer parte de uma companhia nos exatos termos constantes do projeto do estatuto social” (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, p. 517).

³⁵⁶ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade...*, v. 1, p. 285.

³⁵⁷ *Direito das companhias...*, v. I, p. 663. No mesmo sentido, EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 473. Em sentido diverso, CARVALHOSA, para quem “a personalidade jurídica da sociedade existe [...] a partir da sua constituição por assembleia ou escritura pública”, sendo que “o seu funcionamento é que dependerá de prévio registro” (*Comentários...*, v.2, p. 196).

³⁵⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 1008.

³⁵⁹ Essa exceção demonstra que não obstante o caráter contratual das sociedades por ações, existe uma tendência institucional e, ainda, um viés de interesse público (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.2, p. 1016).

³⁶⁰ Essa exceção também é admitida na sociedade limitada, conforme inciso I do artigo 1076 do Código Civil, e na sociedade simples, conforme artigo 999 do mesmo diploma legal.

Existem diversas formalidades que devem ser observadas para a modificação do estatuto social, assegurando aos acionistas o direito de comparecer ao conclave e impedir que esta decisão seja tomada por um número reduzido de participantes. Destarte, nos termos da lei societária, a modificação do estatuto social deve ser aprovada pela maioria absoluta de votos dos presentes³⁶¹ em Assembleia Geral extraordinária, a qual deve ser instalada com acionistas que representem 2/3 (dois terços), no mínimo, do capital social com direito a voto³⁶².

Algumas matérias dependem de formalidade adicional para aprovação: a convocação de Assembleia especial para tal fim. São os casos de reforma do estatuto para (i) modificar ou reduzir as vantagens conferidas às partes beneficiárias, que dependerá de Assembleia Geral de seus titulares; (ii) modificar o capital social da companhia; e (iii) criar ações preferenciais, ou modificar as vantagens das existentes, em prejuízo das ações em que são conversíveis as debêntures, que dependerá de prévia aprovação dos debenturistas ou de seu agente fiduciário. Adicionalmente, o estatuto social poderá subordinar à aprovação, em assembleia especial dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais, as alterações no estatuto social que determinar.

Outras matérias, ainda, devem observar limite legal para alteração: quando o estatuto for omissivo e a Assembleia Geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre dividendo obrigatório, este não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado.

Não obstante o assunto seja analisado de forma detida abaixo, é importante ressaltar as discussões acerca das disposições contratuais acessórias às *poison pills* para dificultar sua supressão ou sua modificação, as chamadas cláusulas pétreas.

Com efeito, consideram-se ilegais cláusulas que dificultem ou impeçam a modificação do estatuto social, seja pela imposição de ônus aos acionistas que votem em determinado sentido, seja pela elevação do quorum de deliberação para referida modificação, ou, ainda, pela simples vedação de modificação do estatuto social.

³⁶¹ Vale notar que somente as companhias fechadas podem ter maior quorum de deliberação para a aprovação desta matéria e das outras previstas no artigo 136 da lei societária.

³⁶² Em segunda convocação, no entanto, a assembleia geral poderá ser instalada com qualquer número de participantes, evitando que o absenteísmo possa impedir a realização do conclave e a modificação do estatuto social (artigo 125 da Lei nº 6.404/76).

Por fim, salutar recordar que, para a validade perante terceiros, o estatuto social deverá ser levado a registro pela junta comercial, a qual, conforme estabelecido no artigo 40 da Lei nº 8.934/94, examinará se no estatuto existem cláusulas contrárias à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

IV.2.3 Conteúdo dos estatutos sociais

A lei societária, em seu artigo 83, estabelece que o estatuto social deverá satisfazer a todos os requisitos exigidos para os contratos das sociedades mercantis aos aplicáveis às companhias.

Nesse sentido, como anota EIZIRIK³⁶³, devem, necessariamente, constar do estatuto: (i) a denominação; (ii) o objeto social; (iii) a sede; (iv) o capital social; (v) a determinação do número de ações em que se divide o capital social; (vi) as espécies e classes de ações; (vii) o prazo de duração da sociedade; (viii) as regras aplicáveis à Assembleia Geral; (ix) as regras aplicáveis à administração (Conselho de Administração, se houver, e Diretoria); (x) as regras aplicáveis ao Conselho Fiscal (indicando, inclusive, se é órgão permanente ou provisório); (xi) o exercício social (a data de término), e as regras aplicáveis às demonstrações financeiras e às demonstrações de lucros ou prejuízos acumulados; (xii) as regras aplicáveis à participação dos sócios nos lucros e nas perdas; (xiii) as regras aplicáveis à distribuição de dividendos; e, por fim, (xiv) as regras aplicáveis à dissolução e à liquidação da companhia.

Vale lembrar, neste ponto, que o estatuto social, como contrato que é, pode conter outras normas além das acima referidas, a critério dos seus fundadores e acionistas. A própria lei societária indica algumas matérias que podem estar previstas nos estatutos sociais, estabelecendo, em alguns casos, qual seria o tratamento dado à matéria caso o estatuto social seja omissivo. Nesse sentido, de acordo com a Lei 6.404/76, o estatuto pode prever: (i) nas companhias com ações sem valor nominar, a existência de uma ou mais classes de ações preferenciais com valor nominal; (ii) regras para alteração

³⁶³ A Lei das S.A.,..., v. I, p. 494.

do estatuto no ponto que trata da diversidade de classes de ações ordinárias³⁶⁴; (iii) a existência de ações preferenciais, sem algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias³⁶⁵, e a atribuição de vantagens e preferências aos seus titulares³⁶⁶; (iv) a autorização ou determinação de que as ações da companhia (todas ou uma ou mais classes) terão a forma de ações escriturais³⁶⁷; (v) a limitação à circulação de ações (aplicável somente às companhias fechadas); (vi) regras aplicáveis o resgate e amortização de ações³⁶⁸; (vii) regras aplicáveis ao reembolso (especificamente normas para a determinação do valor³⁶⁹); (viii) normas aplicáveis à emissão de partes beneficiárias³⁷⁰ (aplicável somente às companhias fechadas); (ix) que o Conselho de Administração deliberará, dentro dos limites do capital autorizado, sobre a emissão de debêntures conversíveis em ações (aplicável somente às companhias abertas) e sobre a

³⁶⁴ Caso o estatuto social não preveja regras específicas, a alteração do estatuto social no que se refere à diversidade de classes de ações ordinárias demandará a concordância de todos os titulares das ações atingidas.

³⁶⁵ Vale notar que é opção da Companhia emitir ações preferenciais. No entanto, caso elas sejam previstas, deverá o estatuto social prever, de forma precisa e minuciosa, seus direitos e vantagens, em especial aqueles que sejam atribuídos aos seus titulares além do previsto na lei.

³⁶⁶ Segundo a lei societária, faculta-se que o estatuto social disponha: (i) que o dividendo prioritário é cumulativo; (ii) que a ação com dividendo fixo participa dos lucros remanescentes; (iii) que a ação com dividendo mínimo não participa dos lucros distribuídos em igualdade de condições com as ordinárias; (iv) que os titulares de as ações preferenciais com prioridade na distribuição de dividendo cumulativo têm direito de recebê-lo, no exercício em que o lucro for insuficiente, à conta das reservas de capital; (v) que nas companhias objeto de desestatização, exista uma ação de classe especial, de propriedade exclusiva do ente estatizante, com poderes especiais (*Golden Shares*); (vi) que os acionistas titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais têm o direito de eleger, em votação em separado, um ou mais membros do conselho de administração; (vii) que determinadas alterações no estatuto social dependem de aprovação, em assembleia especial, dos titulares de uma ou mais classes de ações preferenciais; (viii) que as ações preferenciais são resgatáveis ou amortizáveis; (ix) que uma classe de ação preferencial poderá ser convertida em outra; (x) que as ações preferenciais são conversíveis em ações ordinárias, e vice-versa.

³⁶⁷ Neste ponto, a lei faculta que o estatuto preveja a possibilidade de a instituição depositária cobrar do acionista o custo do serviço de transferência da propriedade das ações escriturais.

³⁶⁸ O estatuto social pode (i) dispor a possibilidade de aplicação de lucros ou reservas no resgate ou na amortização de ações, determinando as condições e o modo de se realizar tal operação; (ii) pré-estabelecer as restrições das ações de fruição que substituirão as ações integralmente amortizadas; (iii) prever a possibilidade de resgate de ações (de uma ou mais classes), notando que, se não houver esta previsão, o resgate dependerá de aprovação, em assembleia especial, por acionistas que representem, no mínimo, a metade das ações das classes atingidas.

³⁶⁹ Vale notar que se o critério escolhido (e previsto no estatuto social) para a determinação do valor do reembolso ensejar a necessidade de realização de avaliação das ações da companhia para este fim, a lei determina que o valor será determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo.

³⁷⁰ Nesse sentido, o estatuto estabelecerá o prazo de duração e os direitos atribuídos a tais valores mobiliários e poderá prever o resgate (criando reserva especial para tanto) e a conversão em ações.

emissão de bônus de subscrição³⁷¹; (x) vantagens particulares a que terão direito os fundadores ou terceiros³⁷²; (xi) normas aplicáveis à realização do capital³⁷³⁻³⁷⁴; (xii) a limitação do número de votos de cada acionista; (xiii) a exibição (ou prévio depósito na companhia) de comprovante de titularidade de ações expedido pela instituição financeira depositária, para a participação em Assembleia; (xiv) regras aplicáveis à direção dos trabalhos da Assembleia³⁷⁵; (xv) previsão de quorum qualificado para a deliberação de determinadas matérias (aplicável somente às companhias fechadas) ou de aumento do quorum qualificado previsto na lei societária para a deliberação de matérias enumeradas na lei; (xv) regras para a solução de empate em deliberações de Assembleias gerais; (xvi) quorum qualificado para a deliberação de matérias, previamente especificadas, pelo Conselho de Administração; (xvii) possibilidade de participação, no conselho de representantes dos empregados, escolhidos pelo voto destes, em eleição direta, organizada pela empresa, em conjunto com as entidades sindicais que os representem; (xviii) obrigação de o Conselho de Administração manifestar-se sobre determinados atos ou contratos, conforme previstos no estatuto; (xix) competência do Conselho de Administração para autorizar a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (xx) a possibilidade de atuação da Diretoria, relativamente a determinadas matérias, como órgão colegiado; (xxi) regras sobre a representação da companhia e sobre a prática dos atos necessários ao seu funcionamento regular; (xxii) que o exercício do cargo de administrador seja assegurado por alguma garantia, sua ou de terceiro; (xxiii) regras aplicáveis à vacância de membro do conselho de administração; (xxiii) possibilidade de participação dos

³⁷¹ Caso o estatuto social não disponha que referidas deliberações são competência do Conselho de Administração, tal competência caberá à assembleia geral.

³⁷² Art. 84. O prospecto deverá mencionar, com precisão e clareza, as bases da companhia e os motivos que justifiquem a expectativa de bom êxito do empreendimento, e em especial:

VI - as vantagens particulares, a que terão direito os fundadores ou terceiros, e o dispositivo do projeto do estatuto que as regula.

³⁷³ O estatuto social poderá prever as condições de realização do capital, podendo determinar o pagamento de juros, correção monetária e multa aos acionistas que não observar as referidas condições.

³⁷⁴ Vale notar que a lei societária prevê que será havida como não escrita, relativamente à companhia, qualquer estipulação do estatuto ou do boletim de subscrição que exclua ou limite o exercício da opção prevista neste artigo, mas o subscritor de boa-fé terá ação, contra os responsáveis pela estipulação, para haver perdas e danos sofridos, sem prejuízo da responsabilidade penal que no caso couber.

³⁷⁵ Caso o estatuto social não disponha sobre o assunto, determina a lei societária que os trabalhos serão dirigidos por mesa composta por um presidente e um secretário escolhidos pelos acionistas presentes.

administradores no lucro da companhia(desde que assegurado o dividendo mínimo obrigatório); (xxiv) regras aplicáveis ao aumento de capital mediante subscrição pública e subscrição particular³⁷⁶ e sobre o prazo decadencial para o seu exercício; (xxv) criação de reservas de capital³⁷⁷; (xxvi) o dividendo obrigatório destinados aos acionistas ao término de cada exercício social³⁷⁸; (xxvii) possibilidade de distribuição de dividendos intermediários; (xxviii) o modo de liquidação da companhia, bem como a possibilidade de manutenção do conselho de administração durante o processo de liquidação; (xxix) a possibilidade de transformação da companhia; e, por fim, (xxx) resolução de controvérsias por meio de arbitragem.

Fazendo, ainda, mais uma análise detida da Lei, notamos que existem algumas vedações expressas quanto ao estatuto social. Nesse sentido, o artigo 109 da Lei nº 6.404/76 veda, expressamente, que o estatuto social prive o acionista de seus direitos ditos essenciais, quais sejam, o de participação dos lucros sociais, o de participação do acervo da companhia em caso de liquidação, o de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o direito de preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações (somente para as companhias fechadas), debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição³⁷⁹, e, por fim, o direito de retirar-se da sociedade nos

³⁷⁶ O estatuto social poderá prever aumento do capital social sem reforma estatutária, devendo, também, prever, neste caso, o limite do aumento (em valor do capital ou em número de ações), o órgão competente para deliberar sobre as emissões, as condições a que estarão sujeitas as emissões e os casos ou as condições em que haverá direito de preferência para a subscrição (observado o disposto no artigo 172 da lei societária, que permite a emissão sem direito de preferência ou com redução do prazo para o seu exercício nos casos de colocação mediante venda em bolsa de valores ou subscrição pública, ou, ainda, mediante permuta por ações em ofertas públicas de aquisição do controle). Vale notar, ainda, que poderá ser excluído o direito de preferência na hipótese de subscrição de ações nos termos de lei especial sobre incentivos fiscais. Por fim, vale notar que o estatuto social poderá prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle, nos termos do parágrafo 3º do artigo 168 da lei societária.

³⁷⁷ Uma vez que o estatuto opte por criar tais reservas, deverá indicar sua finalidade, fixar os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição e, por fim, estabelecer o limite máximo da reserva.

³⁷⁸ Neste ponto, vale notar que a lei societária indica, no parágrafo 1º do artigo 202, que o dividendo poderá ser calculado como porcentagem do lucro ou do capital social, ou, ainda, por meio de outros critérios, desde que regulados com precisão e minúcia e não sujeitem os acionistas minoritários ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria.

³⁷⁹ Ressalvadas as hipóteses previstas nos artigos 171 e 172 da lei societária, que possibilitam a extinção do direito de preferência ou a redução do prazo para seu exercício nos casos de aumento de capital dentro do limite do capital autorizado mediante venda em bolsa de valores ou subscrição pública, ou, ainda, mediante permuta por ações em ofertas públicas de aquisição de controle.

casos previstos na lei. O mesmo dispositivo veda, ainda, que o estatuto social elida os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos. Ainda, que não pode o estatuto social excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros, salvo no caso de ações com dividendo fixo.

As companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA devem, ainda, prever, em seus estatutos sociais, cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA, referentes a algumas obrigações dos Regulamentos de Listagem. A inclusão dessas cláusulas mínimas é condição para que a BM&FBOVESPA conceda autorização para que as companhias negociem suas ações nos referidos segmentos de listagem, sendo que quando, em decorrência de reformas nos Regulamentos de Listagem, forem estabelecidas novas cláusulas mínimas, as companhias deverão adaptar seus estatutos sociais a fim de prevê-las, sob pena de aplicação de sanções pecuniárias e não pecuniárias, podendo, até mesmo, haver a expulsão da companhia que não adaptar seu estatuto social às referidas cláusulas mínimas.

Adicionalmente, os Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 (item 3.1.2) vedam a previsão de disposições estatutárias que (i) limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas³⁸⁰ em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social³⁸¹; (ii) estabeleçam quorum qualificado para a deliberação de matérias que devam ser submetidas à Assembleia Geral de acionistas; e (iii) impeçam o exercício de voto favorável ou imponham ônus aos acionistas que votarem favoravelmente à supressão ou alteração de cláusulas estatutárias.

Por fim, na hipótese de companhias que decidam aderir ao CAF, os estatutos sociais deverão ser adaptados ao Código de Autorregulação do referido órgão, criado para atuar de forma complementar à CVM.

³⁸⁰ Nos termos do item 2.1 dos Regulamentos de Listagem, Grupo de Acionistas significa “o grupo de pessoas: (i) vinculadas por contratos ou acordos de voto de qualquer natureza, seja diretamente ou por meio de sociedades controladas, controladoras ou sob controle comum; ou (ii) entre as quais haja relação de controle; ou (iii) sob controle comum”.

³⁸¹ Ressalva-se a vedação de previsão dessa limitação nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela companhia.

O CAF foi criado em resposta a questionamentos quanto à equidade do tratamento dispensado aos minoritários, à qualidade das informações apresentadas aos demais investidores e à agilidade das decisões em operações de alteração de controle. Inspirado no modelo britânico do *Takeover Panel*³⁸², órgão incumbido da fiscalização e normatização das operações de fusão e aquisição no Reino Unido, é órgão autorregulatório que atua somente nas operações nas quais as companhias a ele sujeitas estão envolvidas.

Importante notar que o CAF traz regras adicionais aos dispositivos legais e regulamentares aplicáveis às operações em relação às quais o CAF tenha competência (todas as modalidades de OPA obrigatórias e voluntárias, fusões, incorporações de companhias e de ações, cisão com incorporação), prevendo, ainda, nova modalidade de OPA: a oferta pública por atingimento de participação acionária relevante. Desta forma, os estatutos sociais das companhias deverão estar adaptados a essas normas e a companhia deverá sempre observar os princípios elencados no Código de Autorregulação quando da realização de OPA ou de qualquer operação de reorganização societária.

IV.3 Premissas da análise dos estatutos sociais das companhias abertas

Prepondera no direito comercial a autonomia privada, reflexo da liberdade individual e marcadamente presente no âmbito negocial. Dentre as expressões da autonomia privada no mercado está a sociedade – negócio jurídico por meio do qual há a associação de pessoas que contribuem com bens e serviços (quando permitido) para formação de uma entidade deles separada, tendo por finalidade comum a realização de atividade econômica.

³⁸² O *Takeover Panel* é entidade autorregulatória, criada em 1968 pelos representantes do mercado de capitais britânico (Bank of England e a London Stock Exchange). O órgão é responsável pela edição, atualização e aplicação do *City Code on Takeovers and Mergers (Takeover Code)* – código de regulação das operações de concentração empresarial, e pela fiscalização e julgamento das operações de fusão e aquisição a ele submetidas, atuando com o objetivo de garantir um tratamento justo aos acionistas e conferir transparência a tais operações. A partir de julho de 2007, a submissão ao *Takeover Panel* passou a ser obrigatória, conforme previsão no *Companies Act 2006*, sendo que o órgão pode intervir em qualquer operação ou ato de concentração empresarial, quando provocado por um acionista, investidor ou outros interessados ou, ainda, de ofício, quando entender que existe infração das normas de boa conduta comercial.

Não obstante, releva o grande número de normas aplicáveis às sociedades por ações, limitadoras, portanto, da autonomia privada dos empresários.

Conforme analisado acima, as sociedades por ações surgiram como instrumento do capitalismo, tendo se desenvolvido neste sistema e se tornado “instrumento jurídico para a realização dos projetos de uma economia que ia se renovando de maneira radical”³⁸³. Mister lembrar que também o sistema societário foi construído com determinada função econômica:

com a preocupação de obter da nova lei toda contribuição que possa trazer à expansão do nosso mercado de valores mobiliários, mecanismo indispensável para viabilizar a grande empresa privada nacional, além de instrumento eficiente de distribuição da renda e democratização da propriedade do capital³⁸⁴.

Nesse sentido, as disposições dos estatutos sociais das companhias abertas devem estar alinhadas com as razões que levaram à sua criação e ao seu desenvolvimento, merecendo destaque a função econômica dos dispositivos estatutários e das normas societárias.

A avaliação dos dispositivos dos estatutos sociais quanto à sua legalidade, assim, deve considerar, em primeiro lugar, se há qualquer infração às próprias características das sociedades anônimas - a responsabilidade limitada, a divisão do capital social em ações e a livre circulação dessas ações-, consideradas princípios fundamentais dos quais decorrem as normas societárias.

Relativamente à limitação de responsabilidade, é possível identificar seis funções econômicas específicas destinadas a reduzir custos de exercício da atividade empresarial³⁸⁵: (i) redução dos custos de fiscalização da administração; (ii) eliminação dos custos de fiscalização da conduta dos demais acionistas; (iii) incentivo à atuação eficiente por parte dos administradores; (iv) redução da necessidade de investigação da situação da empresa e dos demais acionistas para definir a valoração da empresa³⁸⁶; (v)

³⁸³ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas...*, p. 457.

³⁸⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*..., p. 143-144.

³⁸⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário...*, p. 20-21.

³⁸⁶ A limitação da responsabilidade permite a precificação do valor do investimento e seu risco máximo, tornando irrelevante, para o investidor investigar a condição financeira dos demais acionistas. Afinal,

maior diversificação de investimentos, reduzindo o custo de capital para as companhias; (vi) tomada de decisões administrativas eficientes.

Já a divisão do capital em ações decorre da irrelevância da pessoa do acionista no que respeita à identificação da sociedade. Como nota ASCARELLI, “a mudança da pessoa do acionista não importa modificação do contrato social, podendo, portanto, a participação do acionista ser representada por um título de crédito”³⁸⁷. Assim, a incorporação dos direitos de sócio em valores mobiliários padronizados é fator decisivo para a circulação e difusão das ações:

a transferência da participação é indiferente (em princípio) aos demais sócios e aos credores, ao mesmo passo que representa, para os que se associam, a enorme vantagem de poderem (quando quiserem ou desejarem) retirar-se do negócio, realizar sua parte mediante venda a terceiros, sem depender de ato de modificação do contrato social assinado pelos demais acionistas³⁸⁸.

Além da função econômica, que permeia os institutos de direito comercial, e, neste caso específico, as próprias características das sociedades por ações, a análise dos dispositivos estatutários deve ter em conta outros valores. Não obstante a economicidade dos institutos e a ideia de eficiência tenham seu racional, não podem fornecer mais que subsídios (ou um ferramental, nas palavras de FORGIONI³⁸⁹) para a interpretação e aplicação da lei societária.

caso não houvesse referida limitação, quanto maior o patrimônio do investidor, maior o risco de suas finanças pessoais serem atingidas no caso de insucesso da sociedade, e, assim, de menor o volume de capital que referido investidor estaria disposto a aportar nesse tipo de negócio.

³⁸⁷ Segundo o autor: “admitido o princípio da responsabilidade limitada era possível admitir, também, ser a pessoa do sócio indiferente à caracterização jurídica da sociedade, sendo, por isso, possível a mudança da pessoa do sócio, independentemente de uma modificação do contrato social e do consentimento dos demais sócios. Com efeito, quando o sócio é limitadamente responsável – especialmente se a ação é integralizada –, pode ser, juridicamente, indiferente em princípio, ser o acionista da sociedade, Fulano ou Beltrano [...] Este princípio contrasta com os princípios tradicionais do contrato de sociedade, baseado justamente nas pessoas dos sócios, sendo por isso, impossível a mudança dos sócios independentemente da modificação da sociedade” (ASCARELLI, Tullio. *Problema das sociedades anônimas...*, p. 461 e 482).

³⁸⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, p. 71.

³⁸⁹ Para FORGIONI, a maximização da riqueza não é um valor social em si, sendo imprescindível que as normas jurídicas possam ser justificadas segundo um padrão ético, moral, aceito pela comunidade (FORGIONI, Paula Andrea, *Teoria Geral...*, p. 23). Também MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e o direito societário...*, p. 23, e, no mesmo sentido, Calixto SALOMÃO FILHO, para quem “tal pretensão claramente desconsidera o momento valorativo tanto da criação quanto da aplicação de qualquer norma jurídica, seja em matéria empresarial ou não” (*O Novo Direito Societário...*, p. 30).

O direito societário não trata somente do direito dos sócios, mas também de valores externos à sociedade, consagrados pelo ordenamento jurídico, em especial pelos dispositivos constitucionais que tratam da ordem econômica. Vale dizer, não obstante a sociedade anônima tenha se apresentado como instrumento típico da grande empresa capitalista, tendo surgido como meio para a mobilização da poupança popular, o direito societário deve ir além de questões meramente privadas³⁹⁰⁻³⁹¹.

MUNHOZ, analisando o debate realizado nos Estados Unidos, após o *crash* de 1929, anota que a lei acionária brasileira importou, do regime norte-americano, o reconhecimento de interesses externos à sociedade. Nesse sentido, é possível dizer, com fulcro no parágrafo único do artigo 116 da Lei nº 6.404/76, que “o controlador e os administradores da sociedade devem tomar em conta os interesses dos trabalhadores e da comunidade local, sendo vedado orientar a companhia para fins lesivos ao interesse nacional”³⁹².

Não obstante as normas societárias e os dispositivos estatutários devam ser analisados à luz da busca pelo lucro, o direito ao lucro não é absoluto. Uma vez inserida a sociedade por ações na ordem capitalista, incidem outros princípios e regras responsáveis pela tutela tanto dos participantes do mercado como de outras pessoas interessadas (credores, fornecedores, empregados, entre outros)³⁹³, devendo, assim, a busca pelo lucro ser preterida nos casos em que se verificar conflito com os princípios da ordem econômica e social³⁹⁴.

Assim, a necessária busca por um equilíbrio entre os interesses extrassocietários e os interesses de longo prazo dos sócios, ou seja, por “uma eficiência não apenas produtiva, mas distributiva, que assegure duradoura prosperidade,

³⁹⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas...*, p. 339. Nesse sentido também COMPARATO, Fábio Konder. *Poder de controle...*, p. 17.

³⁹¹ Volta-se, aqui, à discussão das clássicas teorias contratualistas e institucionalistas, já anteriormente mencionadas quando da análise do caráter contratual das sociedades por ações, para a identificação dos interesses que devem ser protegidos por meio das normas societárias. Já havia sido recomendada a leitura de Calixto SALOMÃO FILHO (*O novo direito societário...*). Neste ponto, vale também a leitura de MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 36 e ss.

³⁹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 41. Não obstante, referido dispositivo merece críticas em razão de sua inaplicabilidade. Com efeito, não houve, no referido diploma legal, a previsão dos meios que poderiam ser utilizados para garantir a tutela desses interesses externos à companhia (COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle...*, p. 301).

³⁹³ Nesse sentido, MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 33.

³⁹⁴ COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle...*, p. 301.

rentabilidade e participação equitativa de resultados entre todos os participantes da atividade empresarial”³⁹⁵, acaba também por limitar a autonomia privada.

Não obstante a incidência de tantas normas, devem prevalecer, na análise dos estatutos sociais, os princípios de direito comercial e as razões pelas quais o empresário é levado a contratar: o escopo do lucro, a função econômica do contrato, a busca pela redução dos custos de transação e a atuação oportunista dos agentes econômicos.

Ainda assim, como verificamos acima, poderá, em razão do caráter contratual das sociedades anônimas, ocorrer a aplicação de normas do direito civil. Estas, no entanto, devem ser temperadas, em especial pelos princípios de direito comercial, em virtude de suas peculiaridades, e pela historicidade que o fundamenta.

Nesse sentido, CRAVEIRO, elenca, com base no artigo 131 do Código Comercial de 1850³⁹⁶, os principais elementos da interpretação dos negócios jurídicos empresariais³⁹⁷.

Segundo a autora, a análise dos estatutos sociais deve levar em conta qual a intenção comum dos acionistas, isto é, qual a função econômica que as partes buscaram obter e, assim, qual a racionalidade jurídica que deve orientar a interpretação do negócio. Nesse sentido, ao se analisar um estatuto social, deve-se apreender qual a lógica do estabelecimento de cada cláusula, que culminam nas seguintes questões: buscou-se efetivamente uma maior proteção aos acionistas minoritários para uma redução no custo

³⁹⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 49.

³⁹⁶ “Art. 131 - Sendo necessário interpretar as cláusulas do contrato, a interpretação, além das regras sobreditas, será regulada sobre as seguintes bases:

1 - a inteligência simples e adequada, que for mais conforme à boa fé, e ao verdadeiro espírito e natureza do contrato, deverá sempre prevalecer à rigorosa e restrita significação das palavras;

2 - as cláusulas duvidosas serão entendidas pelas que o não forem, e que as partes tiverem admitido; e as antecedentes e subseqüentes, que estiverem em harmonia, explicarão as ambíguas;

3 - o fato dos contraentes posterior ao contrato, que tiver relação com o objeto principal, será a melhor explicação da vontade que as partes tiverem no ato da celebração do mesmo contrato;

4 - o uso e prática geralmente observada no comércio nos casos da mesma natureza, e especialmente o costume do lugar onde o contrato deva ter execução, prevalecerá a qualquer inteligência em contrário que se pretenda dar às palavras;

5 - nos casos duvidosos, que não possam resolver-se segundo as bases estabelecidas, decidir-se-á em favor do devedor” (BRASIL. Código Comercial de 25 de junho de 1850. *Código Comercial*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l0556-1850.htm. Acesso em: 6 out. 2013).

³⁹⁷ CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 154 e ss. A análise é realizada com base em FORGIONI, que elenca os principais vetores dos contratos empresariais, fornecendo, assim, subsídios para a interpretação dos referidos contratos (*Teoria Geral...*).

de capital? Aquela medida de proteção à dispersão acionária visou efetivamente a essa finalidade ou visou a entrincheirar o controlador?

Não se olvide, neste ponto, contudo, a natureza de direito objetivo do estatuto social. Segundo COMPARATO, os estatutos sociais têm validade dependente da ordenação estatal à qual se subordinam e devem ser analisados de forma objetiva: a conformidade com o conteúdo de normas superiores, administrativas ou legais, e, em especial, o respeito à índole particular do tipo societário, independentemente da sua maior ou menor correspondência com a vontade das partes que criaram tais estatutos³⁹⁸.

Assim, ainda que a interpretação das cláusulas estatutárias considere a intenção das partes no momento da elaboração dos estatutos sociais, deve se ater, de forma objetiva, à sua aplicação em momento posterior, quando os acionistas poderão não ser mais os mesmos.

Em segundo lugar, a interpretação deve ser pautada na boa-fé, de modo que a aplicação das cláusulas estatutárias seja rente à realidade do caso concreto³⁹⁹. As cláusulas estatutárias devem, assim, ser analisadas de forma sistemática relativamente ao estatuto social como um todo, não devendo ser aplicada cláusula específica que contrarie a função econômica da própria companhia⁴⁰⁰. Isso pode ser observado no caso das chamadas medidas protetivas da dispersão acionária, quando a imposição de ônus muito elevado ao adquirente do controle afasta parceiros estratégicos que poderiam salvar a companhia de uma má situação econômica ou financeira.

Ainda, a análise do estatuto social também deve ser feita com base na confiança e legítima expectativa – aquele que resolve adquirir uma ação de uma companhia espera que o acionista controlador guie a sociedade sempre no sentido de

³⁹⁸ Segundo o autor, “não se pode [...] apreciar a validade dos estatutos sociais de uma companhia da mesma forma por que se aprecia a validade do próprio negócio constitutivo. Predomina aqui o princípio da emissão volitiva das partes, dos vícios do consentimento, da efetividade das prestações obrigacionais. Lá, prepondera o ditado o ditado objetivo das cláusulas, a sua conformidade com o conteúdo de normas superiores, administrativas ou legais, e, em especial, o respeito à índole particular do tipo societário, independentemente da sua maior ou menor correspondência com a vontade das partes que criaram tais estatutos. Em matéria estatutária, como no plano legal, a interpretação histórica nunca é decisiva” (COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle...*, p. 133).

³⁹⁹ Neste ponto, é de relevo lembrar a lição de FORGIONI, que esclarece que haverá abuso de direito sempre que houver desvio do fim econômico (FORGIONI, Paula Andrea. *A interpretação dos negócios empresariais...*, p. 17).

⁴⁰⁰ A depender do caso, pode-se falar até mesmo em nulidade.

maior lucro. Ou, então, que seus administradores e diretores mantenham sempre a cultura da companhia: um investidor que decide investir em uma companhia considerando seu envolvimento com valores ambientais terá sua confiança e suas expectativas quebradas caso essa companhia decida iniciar uma atividade altamente poluente. Vale dizer, o investidor que adquire as ações de determinada companhia adquire um “pacote de direitos”, relacionado ao seu *status* de sócio.

Em todo e qualquer caso, deve-se ter em mente que, para os comerciantes, só haverá a celebração de contratos (e daquela determinada forma) caso haja a certeza de que a contratação os colocará em situação mais vantajosa que a aquela na qual encontram. Ou seja, um investidor só se tornará acionista de uma companhia se entender que ela será capaz de propiciar ganhos ao seu patrimônio, seja pela valorização da ação, seja pela distribuição de resultados.

Utilizando o mesmo raciocínio, uma sociedade por ações somente abrirá seu capital caso conclua que as vantagens de se tornar uma companhia aberta superam os gastos relativos à operação de abertura de capital e à reestruturação da organização para atender às demandas dos investidores e da regulamentação aplicável. O empresário, então, ponderaria se esses custos seriam compensados pelo aumento da liquidez do patrimônio dos atuais sócios, pelos retornos dos investimentos a serem realizados com os recursos obtidos com a emissão de ações, pela redução do custo de capital e a melhora da performance da companhia em função do fortalecimento da imagem institucional e dos incentivos ao aumento de eficiência⁴⁰¹.

Uma vez tendo decidido pela abertura de capital, o empresário analisará, também, as vantagens de se listar em um dos segmentos especiais de governança corporativa. Essa listagem implicará em custos adicionais para a companhia, que deverá observar regulamentação específica. Não obstante, a adoção de boas práticas de governança corporativa criará valor para a empresa, ao contribuir para a profissionalização e disciplina da gestão, e propiciará maior confiança ao investidor, estimulando-o a tornar-se sócio da companhia.

⁴⁰¹ COMO E PORQUE tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer. BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>. Acesso em: 8 out. 2013.

Conquanto os interesses dos investidores e acionistas devam ser tutelados, o tratamento que lhes deve ser dado não é aquele condizente às relações de consumo. O direito consumerista deve ser afastado de plano, não só pela total incompatibilidade entre os sistemas, mas também pela própria impossibilidade de se caracterizar os investidores ou acionistas, em sua relação com a companhia, como consumidores⁴⁰²⁻⁴⁰³.

Com efeito, enquanto o acionista é empresário (empreendedor ou investidor) que passou a ser parte do contrato associativo de sociedade, consumidor é aquele que, nos termos do artigo 2º da Lei nº 8.078/90, adquire ou utiliza produto ou serviço como destinatário final⁴⁰⁴. Ora, ao investir em uma companhia, não está o acionista adquirindo produto ou serviço, mas passando a participar de atividade econômica⁴⁰⁵. Assim, não há que se falar em tutela específica da hipossuficiência ou da vulnerabilidade⁴⁰⁶.

Por fim, considerando-se os efeitos do contrato de sociedade perante terceiros, especialmente em se tratando de companhias abertas e do mercado de capitais, é patente a necessidade de um sistema de tutela eficiente para afastar a insegurança e a imprevisibilidade, sob pena do comprometimento do próprio funcionamento do mercado.

⁴⁰² Vale notar que não obstante o aumento considerável do número de pessoas físicas investindo em ações (i.e., se tornando acionistas de companhias abertas) prevalece no Brasil ainda hoje o investimento realizado por investidores institucionais. Não obstante o número de contas de investidores pessoas físicas no mercado de ações em 2013 tenha alcançado 592.438, a participação das pessoas físicas na movimentação financeira do segmento BM&FBOVESPA representou, no entanto, somente 16,05%, ante 44,87% dos investidores estrangeiros e 31,86% dos investidores institucionais. Fonte: BM&FBOVESPA.

⁴⁰³ Diferente é a relação estabelecida entre o investidor ou o acionista em relação às entidades participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, que prestam serviços aos investidores.

⁴⁰⁴ MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 4ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002, p. 254.

⁴⁰⁵ Alguns autores, como Thiago SPERCEL e José Marcelo PROENÇA, fazem uma analogia entre o investidor e o consumidor, que negocia com o fornecedor estando em piores condições informacionais (SPERCEL, Thiago. *Mercado de capitais e insider trading*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, p. 168, p. 61; PROENÇA, José Marcelo Martins. *Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais - insider trading*. Tese (doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004, p. 96). No entanto, não se pode admitir que a relação entre o investidor e o emissor de valores mobiliários seja considerada idêntica à relação de consumo, ou que o investidor possa ser equiparado a um consumidor, hipossuficiente. Na relação de consumo, a diferença entre o consumidor e o fornecedor é em razão do poder econômico deste último, que coloca o primeiro em clara situação de vulnerabilidade; já no mercado de capitais, a diferença entre o investidor e a empresa emissora de ações, ou entre os investidores que realizam a compra e venda de ações, é somente o nível de informações detidas.

⁴⁰⁶ Deve haver, apenas, a observação da regulamentação que visa a reduzir as assimetrias informacionais.

Assim, a autonomia privada pode ser sacrificada “para obrigar a adoção de um comportamento que, embora possa não interessar imediatamente ao empresário oportunista, permite a preservação e o funcionamento do sistema como um todo”⁴⁰⁷.

E, aí, merecem relevo as lições apresentadas acima quanto à necessidade de regulação do mercado de capitais, em especial para a mitigação dos riscos inerentes à esfera financeira, central na atualidade.

Considerando o exposto, serão analisadas, a seguir, as hipóteses em que há ampla autonomia privada dos empresários no estabelecimento das cláusulas estatutárias e as hipóteses em que o ordenamento jurídico e as entidades privadas restringem essa liberdade.

Assim, tendo em vista que o presente trabalho tem por fim analisar quantas e quais são as limitações à autonomia privada no estabelecimento de cláusulas das companhias abertas, a análise se fundará nas companhias listadas nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA, sujeitas a regras mais rígidas de governança corporativa, incluindo a obrigação de inserção de cláusulas mínimas obrigatórias em seus estatutos sociais.

IV.4 Controle dos estatutos sociais

IV.4.1 Controle de conteúdo

Conforme analisado acima, existem diversas limitações à autonomia privada na elaboração de um estatuto social. Restam, agora, breves linhas acerca do controle de conteúdo dos estatutos sociais.

Em primeiro lugar, no momento da constituição da sociedade por ações, cumpre à Junta Comercial, nos termos do artigo 97 da Lei nº 6.404/76, examinar se no estatuto existem cláusulas contrárias à lei, à ordem pública e aos bons costumes⁴⁰⁸.

⁴⁰⁷ FORGIONI, Paula A. *Interpretação...*, p. 14.

⁴⁰⁸ Das decisões da Junta cabe recurso, no prazo de dez dias, ao Ministro de Estado a quem esteja afeita a matéria (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 237).

Conforme anota CARVALHOSA, no exame dos aspectos formais de constituição das companhias estão abrangidos temas como capacidade, objeto social, formalidades relacionadas à subscrição, forma das ações, depósito de entradas, publicidade dos atos preliminares à constituição por subscrição pública e publicidade oficial. Estão fora da alçada da Junta, no entanto, analisar matérias que envolvam as causas de constituição da companhia, a inexecutabilidade do objeto social ou qualquer outra matéria de mérito.

Dispõe, ainda, o artigo 40 da Lei nº 8.934/94, que, a cada alteração estatutária, nova versão do estatuto social deve ser arquivada por conta da geração de efeitos perante terceiros, cabendo às Juntas Comerciais examinar sua a legalidade, tanto no que se refere a prescrições e formalidades previstas em lei, como no que se refere ao atendimento de princípios mais amplos, como o da ordem pública.

Uma vez analisado o estatuto social pela Junta Comercial, poderão ser verificados vícios insanáveis, implicando a negativa de arquivamento do documento, e, assim, a impossibilidade de constituição da sociedade⁴⁰⁹, ou vícios sanáveis, que poderão ser corrigidos por Assembleia Geral, a qual deverá deliberar, por unanimidade dos subscritores⁴¹⁰, exclusivamente sobre as disposições do estatuto que deverão ser emendadas ou corrigidas.

O controle do estatuto social também ocorre na via administrativa, quando de sua análise pela CVM. Esta, no entanto, é distinta daquela realizada pelas Juntas Comerciais, porquanto fundadas, especialmente, na regulamentação das companhias abertas e no nível de informações que devem ser prestadas ao público.

Problemática, contudo, é a questão da competência da CVM para a referida análise. Adstrita ao princípio da legalidade administrativa⁴¹¹, a Autarquia tem

⁴⁰⁹ Neste ponto, vale notar que não poderá ocorrer a nulidade de constituição de uma companhia em decorrência de violação de normas legais. Trajano de Miranda VALVERDE anota que “poderá haver sociedade anônima anulável, porém não sociedade anônima nula ou inexistente, já que foram arquivados no Registro de Comércio seus atos constitutivos” (Ob. cit., p. 321).

⁴¹⁰ Dispõe o parágrafo 2º do artigo 87 da lei societária que a maioria não tem poder para alterar o projeto de estatuto, pois, segundo CARVALHOSA, “a companhia deve nascer tal qual foi projetada, salvo acordo unânime dos subscritores” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.2, p. 194).

⁴¹¹ Como já mencionado, a CVM, autarquia federal criada, nos termos do artigo 37, inciso XIX, da Constituição Federal, pela Lei nº 6.385/76, que estabelece suas competências, foi erigida à condição de agência reguladora pela Lei nº 10.411/2002, espécie de autarquia especial responsável pela regulação e fiscalização do mercado de capitais através dos poderes normativos e de polícia. O

competência⁴¹², para analisar os estatutos das companhias abertas quando da análise do pedido de registro para a abertura de capital. Neste momento, a CVM poderá condicionar o registro a modificações no estatuto ou no prospecto, negando-o por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores, com o fim de proteger os investidores de atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas.

Já no caso das sociedades anônimas que já obtiveram o registro de companhia aberta, a CVM não pode, em razão do princípio da legalidade administrativa, declarar a nulidade de cláusulas estatutárias. Essa competência para a declaração de nulidades é do Poder Judiciário, nos termos do parágrafo único do artigo 168 do Código Civil de 2002. Não obstante, em função dos deveres dos acionistas controladores e dos administradores, a CVM pode, conforme será demonstrado abaixo, responsabilizá-los pelo descumprimento do estatuto social.

A BM&FBOVESPA também analisa os estatutos sociais das companhias listadas em seus mercados no âmbito de sua função autorreguladora atribuída pela Lei nº 6.385/76 e pela Instrução CVM nº 461/07. A análise, assim, se dá no âmbito do processo de registro de emissores e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, quando se apresenta o estatuto social.

Adicionalmente, os estatutos sociais também são analisados pela entidade quando da modificação dos Regulamentos por ela emitidos, tendo em vista a necessidade de adaptação às novas normas previstas.

No entanto, deve-se notar que referida análise tem escopo restrito, sendo feitas exigências somente relativamente (i) aos Regulamentos dos segmentos diferenciados de governança corporativa; (ii) ao Regulamento para Listagem de

exercício do poder de polícia é ato discricionário da administração pública, sendo que a ela é dado atuar de acordo com a conveniência e oportunidade administrativa. No entanto, é limitado pelos princípios do direito administrativo, dentre eles o princípio da legalidade, “a consagração da idéia de que a administração pública só pode ser exercida na conformidade com a lei e que, de conseguinte, a atividade administrativa é atividade sublegal, infralegal” (MELLO, Celso Antonio Bandeira. *Curso de Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 171). Assim, a CVM só poderia atuar nos estritos limites da lei, ou seja, quando ela determinar sua atuação.

⁴¹² Referida competência tem fulcro na combinação do artigo 82, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404/76 com o artigo 4º, inciso IV, alínea “b” da Lei nº 6.385/76.

Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários; e (iii) às demais regras editadas pela BM&FBOVESPA, dentre as quais se incluem os Ofícios emitidos pelo Diretor Presidente da entidade.

Como auxiliar da CVM, no entanto, a BM&FBOVESPA atua alertando os emissores, por meio de observações, quanto a eventuais irregularidades ou inconsistências atinentes à lei ou normas regulamentares. Nesses casos, tendo em vista a incompetência da entidade em exigir alterações, a companhia pode verificar a pertinência ou a conveniência da manutenção, alteração, inserção ou exclusão de determinado dispositivo, ficando a seu cargo acatar ou não a sugestão ou recomendação⁴¹³.

Por fim, não se olvide a competência do Poder Judiciário, inafastável, nos termos do inciso XXXV do artigo 5º da Constituição Federal de 1988, para, uma vez provocado, manifestar-se quanto a dispositivos estatutários. Essa competência pode abranger tanto a própria constituição da companhia, como, especificamente, os dispositivos estatutários, podendo, inclusive, conforme descrito acima, haver a declaração de nulidades quando do conhecimento do negócio jurídico ou dos seus efeitos e de sua prova.

Em face das Juntas Comerciais, detém o Poder Judiciário competência para sustar ou revogar suas decisões, especialmente quando a negativa do arquivamento extrapolar aspectos relacionados à legalidade do ato, ou, ainda, quando os atos por ela praticados (ou a serem praticados) firam direitos individuais dos subscritores, ou acionistas, e da própria companhia.

IV.4.2 *Enforcement* das disposições estatutárias

O estatuto social, um dos documentos constitutivos da sociedade, tem natureza contratual e é a lei interna da companhia. Nesse sentido, imprescindível a

⁴¹³ Não obstante a existência de Convênio, entre a CVM e a BM&FBOVESPA, para a cooperação na fiscalização da divulgação de informações pelas companhias abertas, a análise de estatutos sociais não está prevista no Plano de Trabalho que estabelece as matérias sobre as quais a BM&FBOVESPA deverá atuar.

observância de todos os seus termos e, assim, a existência de mecanismos que garantam o *enforcement* de suas disposições⁴¹⁴.

Na esteira do que viemos tratando, o *enforcement* das cláusulas estatutárias pode se dar tanto no âmbito do Poder Judiciário como na seara administrativa, por meio da atuação da CVM. Adicionalmente, também há a atuação da BM&FBOVESPA no que se refere, especificamente, aos seus Regulamentos de Listagem. Também a Assembleia Geral poderá realizar o *enforcement* dos estatutos sociais, suspendendo o exercício dos direitos do acionista que deixar de cumprir obrigação imposta pela lei ou pelo estatuto.

Relativamente ao Poder Judiciário, fica clara sua competência pelo próprio princípio da inafastabilidade do Poder Judiciário, previsto no inciso XXXV da Constituição Federal de 1988, mediante o qual a lei não excluirá da apreciação do poder judiciário lesão ou ameaça a direito. Nesse sentido, sempre que houver a pretensão de se declarar um direito, satisfazê-lo ou assegurar seu exercício, o Poder Judiciário poderá ser acionado⁴¹⁵.

Contudo, nos casos em que houver a adoção de cláusula compromissória, poderá haver deslocamento de jurisdição, de modo que eventuais conflitos deverão se submetidos à solução pela via arbitral e não pelo Poder Judiciário⁴¹⁶.

O *enforcement* dos estatutos sociais pode ocorrer também pela via administrativa. Nos termos do inciso V do artigo 9º da Lei nº 6.385/76, a CVM é competente para “apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do Conselho Fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado”, podendo, nos termos do inciso VI do mesmo artigo, aplicar aos autores das infrações as penalidades previstas na referida Lei, observado que, nos termos da Instrução CVM nº 323, que define hipóteses de exercício abusivo do controle, o exercício abusivo do controle é considerado infração grave.

⁴¹⁴ Vale lembrar que o *enforcement*, como já visto, é imprescindível para o desenvolvimento do mercado de capitais.

⁴¹⁵ Destaca-se, neste ponto, a possibilidade de indenização das perdas e danos nos casos em que da violação ao estatuto social decorrerem prejuízos.

⁴¹⁶ O assunto será analisado com mais vagar oportunamente, quando se tratar da previsão, nos estatutos sociais, de solução de conflitos pelo procedimento arbitral.

Assim, a atuação da Autarquia se daria por descumprimentos do estatuto social que acabariam, por consequência, provocando o descumprimento da lei.

Em relação aos acionistas controladores, por exemplo, a violação ao estatuto social configura-se como quebra do dever fiduciário instituído no parágrafo único do artigo 116 da lei societária⁴¹⁷. Com efeito, os acionistas controladores devem observar deveres legais e contratuais, sendo que seu comportamento, quando ilícito e danoso, é configurado como abuso de poder e, assim, deve ser sancionado⁴¹⁸. Já em relação aos acionistas minoritários, a possibilidade de violação ao estatuto social é mais restrita, porquanto sua atuação relativamente à companhia se dá somente no momento das deliberações sociais. Nesse sentido, sua conduta antissocial se configuraria como abuso do direito de voto, nos termos do parágrafo 3º do artigo 115 da lei societária, aplicando-se, assim, os dispositivos correspondentes do direito civil, conforme já analisado acima⁴¹⁹.

Por fim, em relação aos administradores, respondem eles administrativamente pela infração ao estatuto social quando atuarem com abuso de poder – “quando o administrador não exerce com moderação as prerrogativas que lhe são legal e estatutariamente atribuídas, fazendo-o contrariamente ao interesse da companhia, de seus acionistas ou de terceiros, com o objetivo de causar-lhes danos materiais, jurídicos ou morais”⁴²⁰ –, ou com desvio de poder – “quando o administrador, embora observando

⁴¹⁷ O dever fiduciário do administrador foi instituído pelo parágrafo único do artigo 116 da lei societária. O controlador, assim, tem o poder de governar autonomamente a companhia devendo, contudo, visar à realização do seu objeto social, atendida a sua função social. Como anota CARVALHOSA, “esse dever se estende à preservação dos direitos políticos e patrimoniais dos demais acionistas (ordinaristas e preferencialistas), além de atender aos interesses do fator trabalho da empresa, aos dos seus *stakeholders* e aos da comunidade em que atua”. Assim, “não poderão os acionistas controladores buscarem seus interesses pessoais na condução da companhia em detrimento dos interesses desta e dos seus acionistas minoritários” (*Comentários...*, v.2, p. 622).

⁴¹⁸ Tendo em vista o escopo do presente trabalho, a questão da responsabilidade do acionista controlador não será analisada de forma aprofundada. Não obstante, vale identificar quando se verifica o abuso do poder de controle. Nesse sentido, CARVALHOSA leciona que o abuso do poder de controle ocorre “quando o agente não exerce com moderação a prerrogativa que lhe é legalmente atribuída, fazendo-o contrariamente ao interesse de terceiros e com o objetivo de causar-lhes danos, seja cerceando-lhes o exercício de seus direitos, seja visando a alcançar, com o abuso, enriquecimento ilícito ou vantagem sem justa causa” (*Comentários...*, v.2, p. 622).

⁴¹⁹ Nesse sentido, quando um acionista minoritário atuar, ainda que no exercício ou no uso de seus direitos subjetivos, sem um motivo legítimo ou com inobservância do princípio da boa-fé, ou da finalidade econômica ou social de seu direito, em afronta ao estatuto social da companhia, também deverá ser responsabilizado administrativamente.

⁴²⁰ CARVALHOSA, *Comentários...*, v.3, p. 434.

as formalidades e não cometendo violação alguma expressa em lei ou no estatuto, exerce o seu poder com uma finalidade diversa daquela para a qual lhe foi conferida a prerrogativa de administrar a companhia (artigo 154)”,⁴²¹.

É possível, contudo, que não o descumprimento do estatuto social não esteja diretamente associado, apenas, ao descumprimento da lei. E, ainda assim a CVM é competente para a realização do *enforcement* dos estatutos sociais, como já afirmado pela própria Autarquia⁴²²⁻⁴²³.

O Diretor Wladimir Castelo Branco Castro, em decisão prolatada no Processo CVM nº RJ.2007/1996, esclareceu que, na sistemática da Lei 6.404/76, o descumprimento do estatuto social é equiparado à infração à lei, de modo que aquele que descumprir o estatuto, comete uma ilegalidade. Aos olhos do Diretor, no mercado de capitais, o estatuto social, lei entre as partes, se transforma em riqueza: as cláusulas estatutárias ganham substância econômica, incorporam-se na cotação dos valores mobiliários e são negociados em mercado secundário. Lei e estatuto são, em regra, elementos fundamentais na formação de preço das ações. Qualquer um que compra uma ação sabe que leva uma fração dos direitos previstos em estatuto àquela classe, e essa percepção contribui para a formação de parcela expressiva do preço.

Não se olvide, neste ponto, ainda, que o desenvolvimento de nosso mercado de capitais tem suas bases no cumprimento das promessas estatutárias voluntariamente contratadas junto aos órgãos de autorregulação. Assim, para que esse sistema se mantenha, exige-se a observância rigorosa das promessas estatutárias e a atuação das instituições de autorregulação e de fiscalização no caso de tais promessas não serem cumpridas.

⁴²¹ CARVALHOSA, *Comentários...*, v.3, p. 434.

⁴²² Processo CVM nº RJ.2007/1996. Mittal Steel Company N. V.; Banco Santander Banespa S/A. Diretor Relator Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 21 mar. 2007.

⁴²³ Em sentido contrário, YAZBEK, em voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/4062. Para o então Diretor da Autarquia, só haveria competência da CVM para impor penalidades aos agentes sujeitos à sua competência quando as violações às cláusulas estatutárias violam também as regras estabelecidas nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76. Assim, “não cabe o exercício da atividade sancionadora por simples descumprimento estatutário. É necessário, além deste, a existência de um ‘elemento de conexão’ que o transforme, também, em descumprimento de um dever legal” (Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2012/4062. Universo Online S.A. Diretor Relator Otavio Yazbek. Julgado em 17 dez. 2013).

Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO⁴²⁴

foram os autores que balizaram a decisão do Diretor Marcelo Trindade, em sua declaração de voto:

Por ter subscrito ações da companhia, no ato de sua constituição ou em aumento de capital, ou por tê-las adquirido, no mercado de bolsa ou de balcão, ou mediante transação privada, o acionista passa a sujeitar-se a um complexo de disposições legais ou estatutárias que lhe assegura direitos e comina obrigações, face à sociedade. Esse corpo de normas definidoras do status socii e de suas conseqüências constitui o estatuto jurídico do acionista, ao qual ele adere e se subordina, e cujo desconhecimento não pode alegar. Com efeito, no que diz respeito aos preceitos de ordem legal, aplica-se a presunção de sua ciência e, no tocante às provisões estatutárias, o requisito de sua publicidade confere-lhes o caráter de irrecusabilidade.

Segundo o Diretor Marcelo Trindade,

a norma estatutária que estender essas obrigações a acionistas que adquiram o controle de sociedade controladora, ou que adquiram uma determinada participação societária, ainda que não seja de controle, compõe, portanto, o complexo de direitos e obrigação que integram o status de acionista.

Exatamente por isto, um dos requisitos do registro de companhia aberta, de que trata o art. 21 da Lei 6.385/76, e da distribuição pública de valores mobiliários de que trata o art. 19 da mesma lei, é a divulgação do estatuto atualizado da companhia (cf. Instruções CVM 202/93 e 400/03, respectivamente).

Tratando-se a Arcelor Brasil de companhia aberta, a emissão e a negociação públicas de seus valores mobiliários dependeu de registro perante a CVM, e da divulgação do Estatuto, tendo em conta que dele decorrem direitos e obrigações que integram o status socii dos investidores no mercado que compete à CVM regular e supervisionar.

Portanto, mesmo que não se tratasse de hipótese de OPA — que como viu depende de registro perante a CVM —, surgindo dúvida sobre a incidência de cláusula estatutária que estabelece, ou supostamente estabelece, um direito que se integrou ao status dos investidores de Arcelor Brasil, é dever da CVM examinar a questão, e manifestar-se, inclusive para o fim de, se for o caso, (i) mandar "suspender a emissão ou distribuição que esteja processando" "em condições diversas das constantes do registro" (Lei 6.385/76, art. 20, II); (ii) "suspender a negociação de determinado valor mobiliário" (Lei 6.385/76, art.

⁴²⁴ TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 1, São Paulo : José Bushatsky, 1979, p. 267. Segundo o Diretor Marcelo Trindade, em declaração de voto no Processo CVM nº RJ.2007/1996, TEIXEIRA e GURREIRO “dão conta de que, no regime do revogado Decreto-Lei 2.627/40, as ‘obrigações do acionista tinham como objeto único prestações devidas exclusivamente à companhia’, enquanto, com o advento da Lei 6.404/76, ‘transcendem elas esse âmbito, projetando efeitos significativos no plano externo, mercê do reconhecimento dos deveres e das responsabilidades do acionista controlador (art. 116)’. Citam expressamente, como hipótese de direito a ser exercido ‘não perante a sociedade, mas perante terceiros’, o direito de ‘tratamento igualitário no caso de alienação de controle’, que era estabelecido pelo revogado art. 254 da Lei 6.404/76, e que no caso da Arcelor foi expressamente referido no art. 8º do Estatuto”.

9º, § 1º, I); e (iii) apurar a prática de "atos ilegais de ...acionistas controladores" e de "atos ilegais e práticas não equitativas de ... acionistas de companhias abertas" (Lei 6.385/76, art. 4º, IV, b, e 9º, V).

Em situação específica, a CVM já se posicionou, por meio do Parecer de Orientação nº 36, no sentido de não realizar o *enforcement* de determinado dispositivo do estatuto social. Trata-se da questão relacionada às cláusulas péticas presentes nos estatutos sociais de inúmeras companhias abertas. Com efeito, não obstante a CVM não possa atuar no sentido de compelir as companhias a excluir referida cláusula dos estatutos sociais, tendo-se em vista a afronta diversas normas societárias, a CVM não responsabilizará os acionistas que não a observarem.

A BM&FBOVESPA também tem competência para realizar o *enforcement* dos estatutos sociais, especificamente no que se refere ao disposto em seus Regulamentos de Listagem.

Com efeito, existem duas situações que ensejam a ingerência da BM&FBOVESPA nos estatutos sociais das companhias listadas em seus segmentos especiais de governança corporativa. A primeira refere-se à obrigação das companhias de incluírem, em seus estatutos sociais, cláusulas mínimas divulgadas pela BM&FBOVESPA, referentes a algumas obrigações dos Regulamentos de Listagem; a segunda, à obrigatoriedade de as companhias observarem as normas legais e regulamentares relativas e aplicáveis aos segmentos de listagem.

Assim, a BM&FBOVESPA poder atuar não só no sentido de exigir a inclusão dessas cláusulas mínimas para a concessão de autorização para negociação de ações nos segmentos de listagem, mas também no sentido de exigir a adaptação estatutária na hipótese de estabelecimento de novas cláusulas mínimas, sob pena de aplicação de sanções pecuniárias e não pecuniárias.

Outrossim, a BM&FBOVESPA poderá também impedir a listagem de companhias cujos estatutos sociais afrontem as normas legais e regulamentares aplicáveis ao respectivo segmento de listagem.

Contudo, a possibilidade de atuação quanto a companhias que, já listadas, passem a prever disposições contrárias ao Regulamento, é discutível. Isso porque, não obstante os Regulamentos prevejam que o descumprimento dos Regulamentos ensejará o pagamento de sanções pecuniárias (itens 12.1 dos Regulamentos do Novo Mercado e

item 9.1 do Regulamento do Nível 1 e item 3.1 dos Regulamentos de Aplicação de Sanções Pecuniárias do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1), não há, no Anexo I dos Regulamentos de Sanções previsão de sanção pecuniária para o estabelecimento de cláusulas contrárias aos Regulamentos de Listagem.

IV.5 Limitações à autonomia privada nos estatutos sociais das companhias abertas

Como visto, a elaboração dos estatutos sociais, contratos plurilaterais de organização que regem a sociedade, é expressão da autonomia privada, que se coloca como matriz, como regra, das relações econômicas.

Dado o caráter contratual das sociedades, limita-se a autonomia dos empresários pelas normas aplicáveis ao direito contratual; adicionalmente, considerando-se os diversos interesses envolvidos, também a legislação e regulamentação societária limitam a autonomia dos empresários em diversos pontos. Ainda, existem situações em que entidades privadas determinam o conteúdo dos estatutos sociais por meio de normas que devem ser obrigatoriamente observadas pelas companhias que voluntariamente se sujeitarem a elas; e, por fim, situações em que as companhias configuram seus estatutos sociais em conformidade com recomendações de entidades que atuam em prol da governança corporativa.

Neste item, serão analisadas as limitações à autonomia privada no estabelecimento de cláusulas estatutárias. A exposição seguirá a estrutura padrão dos estatutos sociais das companhias listadas nos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA – Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1.

IV.5.1 Denominação, sede, objeto e duração

Regra geral, os estatutos das companhias têm, em seus primeiros artigos, dispositivos que tratam da denominação da sociedade, sua sede, seu objeto (sua finalidade) e sua duração. É o capítulo que traz a qualificação da companhia, ou, nos termos do artigo 83 da lei societária, os requisitos exigidos pelos contratos das sociedades mercantis, em geral, e os peculiares à companhia.

Quanto à designação da companhia, não impõe a legislação societárias muitas restrições. No entanto, vale notar que o nome empresarial deve ser capaz de individualizar a companhia, em prol da segurança jurídica, “tornando-a singular para a clientela, os fornecedores, a Administração Pública, as instituições de crédito e o público em geral”⁴²⁵. Nesse sentido, o empresário tem liberdade para a definição do nome empresarial, contanto que se atenha ao princípio da novidade.

A lei determina, ainda, que a designação da sociedade seja feita por denominação⁴²⁶⁻⁴²⁷, com a indicação do tipo societário por meio das expressões “companhia” ou “sociedade anônima”. Tal determinação visa a criar um mecanismo de fácil identificação do tipo societário por aquele que estiver travando qualquer relação comercial com a empresa: a partir das expressões citadas, o agente econômico poderá, desde logo, reconhecer que a responsabilidade dos acionistas é limitada. Nesse sentido, a lei veda a expressão “companhia” ao final da denominação, em razão da possibilidade de confusão com as sociedades de pessoas (por exemplo, a sociedade em nome coletivo), que podem ser identificadas pelo termo “companhia”⁴²⁸.

Quanto à sede social, ou seja, o lugar, designado no estatuto, em que funcionam os órgãos sociais da companhia⁴²⁹, nenhuma restrição é imposta pela lei societária. É a sede social o local onde a sociedade terá seu domicílio, e, assim, o local onde deverão ser realizadas as Assembleias gerais (salvo motivo de força maior) e ser colocados à disposição dos acionistas, por ocasião da publicação do primeiro anúncio de convocação da Assembleia Geral, os documentos pertinentes à matéria a ser debatida.

⁴²⁵ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A. Comentada*, v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 40.

⁴²⁶ Vale notar que não é vedado o uso de nome civil na denominação social. Contudo, deve-se lembrar de que seu titular deve assentir ao uso. Segundo CARVALHOSA (*Comentários...*, v. I, p. 119), “uma vez arquivado o nome civil sem oposição, incorpora-se definitivamente na denominação, não podendo o titular ou herdeiros requerer (...) sua exclusão, sob qualquer fundamento”.

⁴²⁷ O uso de denominação e a proibição do uso de firma eram considerados inovações importantes na época de formação do regime jurídico das companhias, deixando de ser características específicas com o surgimento das sociedades limitadas e das cooperativas. Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, “quando a companhia surgiu, as sociedades comerciais eram designadas por firma composta com o nome do sócio ou sócios solidários nas obrigações sociais. Como nenhum dos acionistas responde por essas obrigações, a lei proíbe à companhia o uso de firma, para evitar que terceiros possam ser induzidos a erro” (*Direito das Companhias...*, v. I, p. 67).

⁴²⁸ CARVALHOSA considera essa exigência inócua, considerando o desuso de tal forma societária e tendo em vista a determinação do Código Civil de 2002 de que as sociedades limitadas devem ter a expressão “Ltda.” ao final (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. I, p. 119).

⁴²⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, p. 104.

Quanto à duração da companhia, os empresários também têm ampla liberdade. Nesse sentido, o prazo de duração da companhia poderá ser determinado ou indeterminado, podendo a sociedade ser constituída para atuar por tempo indefinido.

Por fim, exige-se, nos termos do já referido artigo 83, que o estatuto delimite o objeto social da companhia.

O objeto social pode ser definido como a atividade mediante a qual os sócios se propõem a alcançar o fim de realização de lucro, ou seja, a atividade econômica para o exercício da qual a sociedade se constitui⁴³⁰.

Para a validade do contrato de sociedade, o objeto social deve ser lícito e possível.

Na hipótese de ilegal o objeto social, a companhia não poderá ter seus atos constitutivos registrados, tendo-se em vista a competência do registro do comércio para avaliar o cumprimento das formalidades legais no arquivamento dos atos de constituição das sociedades anônimas⁴³¹⁻⁴³². Se a companhia for constituída por objeto lícito, mas, posteriormente, houver a sua alteração para objeto ilícito, pode haver a dissolução amigável, judicial ou administrativa, ou a alteração do objeto social por deliberação da Assembleia Geral. As mesmas medidas descritas anteriormente se aplicam no caso de ilicitude superveniente do objeto social (p. ex., no caso de cassação da autorização para funcionamento).

Importa notar que existem restrições quanto à modificação do objeto social da companhia visando a conciliar a concepção contratualista com os aspectos institucionais da companhia⁴³³. Com efeito, como anotam LAMY FILHO e PEDREIRA, “o objeto social fixa a atividade econômica que a sociedade se propõe a exercer, isto é, define a natureza dos riscos que os sócios acordaram assumir. Qualquer mudança de

⁴³⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 109.

⁴³¹ Conforme artigo 97 da lei societária e artigos 40 e 41 da Lei nº 8.934/94.

⁴³² Ainda assim, se o registro for concedido, a sociedade pode ser dissolvida por decisão judicial, a pedido de acionista ou autoridade competente. (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 111; e CARVALHOSA, Modesto. *Comentários ...*, v. 1, p. 22).

⁴³³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 1030-1031.

riscos supõe o repactuamento das sociedades”⁴³⁴. Assim, a lei societária vigente⁴³⁵ permite a modificação do objeto social requerendo, contudo, *quorum* qualificado para a deliberação da matéria. Adicionalmente, a modificação do objeto social assegura o direito de retirada aos dissidentes.

Já no que se refere à possibilidade (ou exequibilidade), o objeto social deverá ser viável economicamente. Neste ponto, é salutar recordar que as sociedades anônimas são sociedades empresárias – historicamente e por força de lei –, e, assim, devem perseguir o lucro⁴³⁶⁻⁴³⁷. Em provado que a companhia não logrará preencher seu fim, caberá sua dissolução, nos termos da lei societária.

A par do necessário objetivo de lucro, é possível identificar, na legislação em vigor, outras limitações à autonomia privada no estabelecimento do objeto social, especificamente no que se refere à atividade elencada pelo empresário como meio para a obtenção de lucro. Isso porque, não obstante a liberdade de iniciativa prevista pela Constituição Federal de 1988, existem atividades reservadas aos entes federativos e, ainda, atividades que dependem de concessão, autorização ou permissão

⁴³⁴ *Direito das companhias...*, v. I, p. 114.

⁴³⁵ Vale notar que o Código Comercial de 1850 somente admitia a modificação do objeto social por deliberação unânime dos sócios. Com a promulgação do Decreto-lei 2.627/40, a modificação do objeto social passou a observar o princípio majoritário, garantindo direito de retirada aos acionistas dissidentes.

⁴³⁶ O intuito de lucro já estava expressamente previsto no artigo 2º do Decreto-lei nº 2627/40. Hodiernamente, o Código Civil de 2002, em seu artigo 982, parágrafo único, dispõe que as sociedades por ações são sempre empresárias, independentemente de seu objeto (VALVERDE, Trajano de Miranda. Ob. cit., p. 71-77; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 21).

⁴³⁷ Não obstante, o intuito de lucro pode ser relativizado, a depender da atividade da companhia e das razões que levaram à sua constituição. Curioso, assim, o caso da Companhia de Saneamento Básico do Estado de São Paulo – SABESP, listada no Novo Mercado da BM&FBOVESPA, que inseriu em seu estatuto social a possibilidade prestação de serviços a par de seu objetivo de lucro em observação aos fins de sua criação, qual seja, a universalização do saneamento básico. Assim, o artigo 2º dispõe: “Constitui o principal objeto social da companhia a prestação de serviços de saneamento básico com vistas à sua universalização no Estado de São Paulo, sem prejuízo da sustentabilidade financeira no longo prazo, compreendendo as atividades de abastecimento de água, esgotamento sanitário, drenagem e manejo de águas pluviais urbanas, limpeza urbana e manejo de resíduos sólidos, além de outras que lhes sejam correlatas, inclusive o planejamento, operação e manutenção de sistemas de produção, armazenamento, conservação e comercialização de energia, para si ou para terceiros e comercialização de serviços, produtos, benefícios e direitos que direta ou indiretamente decorrerem de seus ativos patrimoniais, empreendimentos e atividades, podendo ainda atuar subsidiariamente em qualquer parte do território nacional ou no exterior na prestação dos mesmos serviços” (grifo nosso).

governamental⁴³⁸. Sem falar, ainda, nas atividades cujo exercício depende de autorização governamental⁴³⁹.

Segundo a Exposição de Motivos da Lei nº 6.404/76⁴⁴⁰, o objeto social deve ser definido de modo preciso e completo⁴⁴¹ a fim de limitar a área de discricionariedade de administradores e acionistas majoritários e possibilitar a caracterização de modalidades de abuso de poder.

Com efeito, é o objeto social que determina a esfera de ação da companhia (i.e., a atividade que poderá exercer⁴⁴²) e dos órgãos sociais, permitindo a tutela da

⁴³⁸ É possível identificar, na Constituição Federal de 1988 as seguintes limitações: (i) monopólios da União: pesquisa e lavra das jazidas de petróleo e gás natural e outros hidrocarbonetos fluidos; refinação do petróleo nacional ou estrangeiro; importação e exportação dos produtos e derivados básicos resultantes das atividades anteriormente previstas; transporte marítimo de petróleo bruto de origem nacional ou de derivados básicos de petróleo produzidos no País, o transporte, por meio de conduto, de petróleo bruto, seus derivados e gás natural de qualquer origem; pesquisa, a lavra, enriquecimento, reprocessamento, industrialização e comércio de minérios e minerais nucleares e seus derivados (artigo 177), o serviço postal e o correio aéreo nacional (artigo 21, inciso X); (ii) atividades que dependem de autorização ou concessão da União: produção e comércio de material bélico, serviços de telecomunicações, serviços de radiodifusão sonora, e de sons e imagens, serviços e instalações de energia elétrica e o aproveitamento energético dos cursos de água, a navegação aérea, aeroespacial e a infraestrutura aeroportuária, serviços de transporte ferroviário e aquaviário entre portos brasileiros e fronteiras nacionais, ou que transponham os limites de Estado ou Território, serviços de transporte rodoviário interestadual e internacional de passageiros, portos marítimos, fluviais e lacustres, comercialização e a utilização de radioisótopos para a pesquisa e usos médicos, agrícolas e industriais; (iii) atividades que dependem de autorização ou concessão dos Estados: serviços locais de gás canalizado; (iv) atividades que dependem de autorização ou concessão dos Municípios: serviços públicos de interesse local.

⁴³⁹ Dependem de autorização governamental: (i) sociedades de crédito imobiliário (Lei nº 4.380/64); (ii) sociedades seguradoras (Decreto-Lei nº 73/66); (iii) a distribuição e emissão, no mercado de valores mobiliários, a compra de valores mobiliários para revenda por conta própria, a mediação ou corretagem em bolsa de valores (Lei nº 6.385/76); (iv) instituições financeiras (Lei nº 4.595/64); (v) o aero-levantamento do território nacional (Decreto-Lei nº 1.177/71); (vi) funcionamento de armazém geral alfandegário (Lei nº 5.025/66); (vii) o funcionamento de empresas de navegação e cabotagem (Decreto nº 6.650/67); (viii) o refino de petróleo, o processamento de gás natural, o transporte de petróleo, seus derivados e gás natural, a importação e exportação de petróleo (Lei nº 9.478/97).

⁴⁴⁰ A preocupação com a delimitação precisa do objeto no estatuto já vinha referida no Decreto-lei 2.627/40, conforme nos demonstra VALVERDE (Ob. cit., p. 79).

⁴⁴¹ É possível identificar, nas companhias, três classificações para o objeto social: simples, múltiplo ou específico. O objeto social simples refere-se a um número menor de atividades, com pouca distinção entre elas; o objeto social múltiplo, a uma gama mais extensa e variada de atividades, de gêneros distintos, mas, muitas vezes, complementares; por fim, o objeto específico consiste naquele em que, uma vez preenchido, leva ao fim da sociedade.

⁴⁴² Neste ponto, cabe notar a distinção entre ato e atividade, sendo que esta significa uma série de atos coordenáveis entre si, em função de uma finalidade comum (sobre o assunto vide ASCARELLI, Tullio. O empresário. Tradução: Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, ano XXXVI, n. 109, jan.-mar./1998, p. 183-189). Assim, a licitude do objeto social não impede a prática, por administradores, de atos ilegais. Tais atos devem ser anulados e devem ser responsabilizados tais administradores, mas a companhia não deverá ser sancionada em razão disso.

minoria ao limitar a área de discricionariedade de administradores e acionistas majoritários e ao possibilitar a caracterização de modalidades de abuso de poder⁴⁴³.

Assim, é o objeto social que baliza a atuação do acionista controlador, que, nos termos do parágrafo único do artigo 116 da lei societária, deve usar seu poder para fazer com que a companhia realize seu objeto e cumpra sua função social. Também é ele que permite que atuação do acionista controlador seja interpretada como abusiva, considerando-se exercício abusivo, nos termos das alíneas “a” e “b” do parágrafo primeiro do artigo 117 da Lei nº 6.404/76, a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social e a subscrição de ações com bens estranhos ao objeto social.

Especificamente em relação aos membros da administração, o objeto social limita sua atuação na medida em que parâmetro de sua atuação: os administradores devem agir em consonância com a lei e com o estatuto social, observando, assim, o disposto quanto ao objeto social da companhia.

Neste ponto, vale notar que o objeto social é parâmetro para a aplicação de regras de direito contratual à conduta dos administradores, especialmente no que se refere à sua responsabilidade. Assim, em violando, os administradores, a boa-fé⁴⁴⁴, extrapolando o objeto social, verifica-se a isenção de responsabilidade da sociedade em razão do abuso de direito⁴⁴⁵.

IV.5.2 Capital social e ações

Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, capital social é “o montante de capital financeiro ou de propriedade da companhia que os acionistas vinculam a seu

⁴⁴³ BRASIL. Lei 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976. Exposição de Motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 10 dez. 2013.

⁴⁴⁴ Neste ponto, vale citar a lição de LAMY FILHO e PEDREIRA: “A validade do ato que excede ao objeto social em relação ao mundo jurídico em que age a sociedade não exclui – antes, acentua – a responsabilidade do administrador que praticou tal ato. É que não se pode presumir boa-fé no administrador que desconhece o estatuto social da sociedade que administra. Esta, aliás, uma das razões para ressaltar a relevância de que se reveste a definição do objeto social” (*Direito das Companhias...*, v. I, p. 120).

⁴⁴⁵ O reconhecimento desses deveres e responsabilidades tem forte ligação com a teoria, de desenvolvimento anglo-saxão, dos atos *ultra vires*.

patrimônio, como recursos próprios destinados, de modo permanente, à realização do objeto social”⁴⁴⁶.

O capital social é formado pela contribuição dos sócios, que perdem a propriedade de seus bens, adquirindo, em contrapartida, direitos exigíveis contra a sociedade: direito à distribuição dos dividendos, direito à informação, direito à livre transferência das ações, e outros⁴⁴⁷.

No estatuto social, o capital social é a indicação da quantidade de capital financeiro que deve existir no ativo social para que a companhia possa reconhecer lucro distribuível como dividendos⁴⁴⁸⁻⁴⁴⁹.

O capital social visa a “garantir os credores da companhia, conciliando a responsabilidade limitada dos acionistas (indispensável para que se possam associar, na mesma empresa, centenas ou milhares de sócios) com a proteção ao crédito, necessária ao funcionamento do sistema econômico”⁴⁵⁰.

Em vista dessas finalidades, o estabelecimento do estatuto social deve observar os princípios da unidade do capital, fixidez, irrevogabilidade das prestações, realidade e, por, fim, intangibilidade.

Assim, não obstante uma companhia tenha diversas sucursais ou filiais, seu capital social deverá representar único inventário ou balanço, demonstrando de forma exata, as garantias que os bens da sociedade representam com relação aos credores. Com o mesmo fim, o princípio da realidade, incorporado em diversos artigos da lei societária,

⁴⁴⁶ *Direito das companhias...*, v. I, p. 193.

⁴⁴⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 72-73.

⁴⁴⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 68.

⁴⁴⁹ Não se confunde, no entanto, com o patrimônio da sociedade, conjunto de relações jurídicas ativas e passivas, apreciáveis economicamente, e coligadas entre si por sua titularidade.

⁴⁵⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A...*, p. 224. Segundo os autores, o capital social tem a função de (i) tutelar credores na hipótese de redução do patrimônio em razão de diminuição do capital social, (ii) garantir o direito de terceiros, credores, atuais e futuros, e potenciais investidores, pela manutenção da solvabilidade da companhia, ainda, (iii) proteger os direitos patrimoniais do acionista, já que sua participação no patrimônio da companhia é dada em proporção à parte que detém do capital social (*Direito das companhias...*, v. I, p. 468).

determina que haja efetiva correspondência entre a cifra e o capital subscrito e o valor real das prestações a que se obrigaram os sócios⁴⁵¹.

Tendo caráter de fundo perpétuo, ou seja, não podendo ser devolvido aos sócios antes de pagos todos os credores, as prestações para a sua constituição são irrevogáveis. Com base no mesmo caráter, o princípio da intangibilidade determina que acionistas e administradores não podem transferir bens do ativo social para o patrimônio dos sócios caso o montante do capital social aplicado no ativo fique reduzido a valor inferior ao fixado no estatuto⁴⁵².

Por fim, o princípio da fixidez⁴⁵³ determina que o capital social não seja modificado, salvo nos casos expressamente previstos em lei, protegendo, assim, os credores contra reduções decorrentes de deliberação acionária⁴⁵⁴.

O valor do capital social deverá constar logo no projeto de estatuto social, devendo ser pormenorizado no prospecto no caso de constituição da sociedade por subscrição pública. Vale notar que foi feita a opção política de não se exigir capital mínimo na constituição da companhia, pois não se pretendeu reservar o modelo para as grandes empresas. Assim, não houve interesse em limitar a utilização da forma de sociedade por ações, considerando que seu regime legal tutela de forma eficiente outros interesses, especialmente os relacionados ao crédito⁴⁵⁵.

⁴⁵¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. 1, p. 197. CARVALHOSA evidencia a possibilidade de que o capital não reflita a soma de todas as entradas de capital, em razão da possibilidade de emissão de ações com ágio ou de ações sem valor nominal, em que o valor das entradas seja parcialmente destinado à formação do capital social e parcialmente destinado à formação de reserva (*Comentários...*, v. 1, p. 190-191). No entanto, o princípio da realidade acaba por reservar à expressão capital social o montante de capital financeiro de propriedade da companhia que os acionistas vinculam ao seu patrimônio, como recursos próprios destinados, de modo permanente, à realização do objeto social (BRASIL. Lei nº 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976. Exposição de Motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 03 dez. 2013; EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 91).

⁴⁵² EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 89.

⁴⁵³ Em razão do princípio da fixidez do capital social, já presente no Decreto-Lei nº 2.627/40, o capital social deve ser expresso em moeda nacional e pode ser constituído só em dinheiro ou parte em dinheiro e parte em bens. Caso contrário, a necessidade de conversão do capital social poderia fazer com que seu valor variasse dia a dia (VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedade por ações...*, v. 1, p. 86 e ss.). No mesmo sentido, CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 114.

⁴⁵⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, p. 197.

⁴⁵⁵ BRASIL. Lei nº 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976. Exposição de Motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 03 dez. 2013. Não obstante, regulamentação especial exige capital mínimo para a realização de determinadas atividades empresariais, tais como as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN (Resolução CMN nº 2.099/94).

Na formação do capital social merece relevo, ainda, a exigibilidade de avaliação dos bens com os quais o capital social foi realizado⁴⁵⁶. Sem isso, há o risco tanto de que o capital social não corresponda à realidade como de que os subscritores não sejam tratados de forma equitativa – afinal, caso o bem seja supervalorizado, os subscritores que realizaram o capital em dinheiro poderão ter sua participação diluída.

Outras regras que se colocam, ainda, referem-se à modificação do capital social.

Em primeiro lugar, a correção monetária do capital social, determinada em razão da necessidade de manutenção da representação do poder aquisitivo em um cenário de inflação, deveria observar regras específicas, nos termos do artigo 167 da lei societária. No entanto, em razão do cenário econômico posterior ao novo padrão monetário (real), em que o poder aquisitivo tornou-se constante, foi revogada a possibilidade de correção monetária, passando esta a ser vedada⁴⁵⁷.

Em segundo lugar, a modificação do capital social também deve seguir regras específicas, sejam da lei ou do estatuto social. Essas restrições referem-se ao relativizado princípio da fixidez do capital social e à necessidade de tutela de credores.

Conforme a modalidade de aumento do capital social⁴⁵⁸⁻⁴⁵⁹, deverá haver deliberação por órgão competente, nos termos do artigo 167 da lei societária. Assim, poderá haver aumento voluntário do capital social em decorrência de capitalização por lucros e reservas, ou, ainda, de nova subscrição de ações, sendo que, no primeiro caso,

Adicionalmente, a CVM poderá impor capital mínimo para que determinadas companhias possam negociar as ações de sua emissão no mercado.

⁴⁵⁶ A avaliação deverá observar os requisitos do artigo 8º da lei societária. Assim, deverá ser feita por três peritos ou por empresa especializada, nomeados em assembleia geral dos subscritores, mediante apresentação de laudo fundamentado, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados. A relevância da matéria é demonstrada pelo parágrafo 6º do mesmo dispositivo, que estabelece que os avaliadores e o subscritor responderão pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens.

⁴⁵⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 190. Segundo o autor, essa vedação não impede que relatórios extracontábeis para a demonstração da alteração dos valores dos ativos.

⁴⁵⁸ Sobre o aumento de capital social, imprescindível a leitura de PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumento de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

⁴⁵⁹ A lei societária prevê as seguintes hipóteses de aumento do capital social: (i) conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias, conforme aplicável; (ii) exercício de direitos conferidos por bônus de subscrição; (iii) emissão de ações dentro do limite do capital autorizado no estatuto; (iv) capitalização de lucros e reservas; (v) por deliberação de assembleia geral extraordinária convocada para decidir sobre a reforma do estatuto social na hipótese de não existir capital autorizado (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A.*, v. 1., p. 98).

deverão ser observados os dispositivos referentes à distribuição de frações de ações, preservando, assim, o direito dos acionistas; e, no segundo, os dispositivos referentes (i) à necessidade de realização de $\frac{3}{4}$ (três quartos) do capital social, evitando-se que a companhia fique impedida de aumentar o capital social enquanto ainda não ocorreu a integralização de todas as ações subscritas, (ii) ao preço de emissão das novas ações, que devem ser emitidas por preço compatível com o valor econômico da ação, para proteção dos acionistas minoritários, e, ainda, (iii) ao direito de preferência, que deve ser observado para evitar a diluição injustificada dos acionistas. A redução do capital social, por sua vez, somente poderá ocorrer de forma voluntária nas hipóteses de perda até o montante dos prejuízos acumulados ou de o capital ser considerado excessivo para a consecução do objeto social, devendo haver, nesses dois casos, deliberação em Assembleia Geral⁴⁶⁰.

Existem, no entanto, casos esparsos em que a alteração do capital social é obrigatória: no aumento, quando o saldo das reservas de lucros ultrapassar o capital social e a Assembleia Geral não deliberar pela distribuição dos dividendos, e, na redução, quando não houver a substituição de acionistas cujas ações tenham sido reembolsadas e quando não forem encontrados compradores para as ações caídas em comisso.

Por fim, vale notar a possibilidade de previsão, no estatuto social, de autorização para aumento de capital sem a realização de reforma estatutária, afastando as formalidades necessárias para o aumento de capital, agilizando o funcionamento da companhia, e permitindo a satisfação mais eficiente das necessidades de capital próprio. Além disso, ampliam-se os poderes da administração que poderá, independentemente da Assembleia Geral, decidir sobre a oportunidade e quantidade de novos capitais⁴⁶¹.

O regime do capital autorizado surgiu com a Lei nº 4.728/65 e passou a ser efetivamente adotado pelas companhias com a promulgação da Lei nº 6.404/76, que

⁴⁶⁰ Vale notar que, nos termos do artigo 174 da lei societária, os credores poderão, mediante notificação, opor-se à redução do capital. A redução, assim, só será efetivada mediante o pagamento do crédito ou o depósito judicial da importância devida.

⁴⁶¹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 593.

corrigiu os inconvenientes do anteriormente previsto regime⁴⁶², conquanto tenha passado a exigir estrutura de gestão mais rígida, com a obrigatoriedade de existência de Conselho de Administração.

Não obstante esse espaço deixado à autonomia privada, a lei impõe restrições. O estatuto social da companhia que adotar o capital autorizado deverá (i) prever os tipos de ações a serem emitidas, (ii) prever o limite do aumento, em valor do capital ou em número de ações, e (iii) fixar o órgão competente para deliberar sobre a emissão de ações⁴⁶³.

Adicionalmente, o estatuto poderá, nos termos do artigo 172 da lei societária, desde que se trate de companhia aberta, estabelecer restrições ou supressão do direito de preferência aos seus acionistas na hipótese de colocação por venda em bolsa ou por subscrição pública ou, ainda, na hipótese de permuta em oferta pública de aquisição do controle.

O capital social das companhias é formado por contribuições de grande número de pessoas. Em contrapartida a essas contribuições, os acionistas passam a ter suas participações societárias - conjuntos de direitos e obrigações relativos à posição jurídica de sócio – organizados em posições jurídicas padronizadas, definidas com abstração da identidade de seus titulares, e incorporadas em valores mobiliários, denominados ações⁴⁶⁴.

Cabe aos empresários prever, no estatuto social da companhia, o número de ações em que se divide o capital social, se as ações terão ou não valor nominal⁴⁶⁵⁻⁴⁶⁶, e,

⁴⁶² Segundo CARVALHOSA, a regra trazia inconvenientes, como a exigibilidade de que as ações adotassem as formas nominativas ou endossáveis, que tornaram o sistema absolutamente ineficaz (*Comentários...*, v. 3, p. 590).

⁴⁶³ No caso de a competência ser da assembleia geral, considerando-se que o conclave não tem por objeto a alteração do estatuto social, o quorum de deliberação não será qualificado.

⁴⁶⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. 1, p. 216. Segundo os autores, “a padronização das posições de sócio é fator decisivo do sucesso das sociedades por ações como instrumento para reunir grande número de pessoas, pois permite a incorporação de direitos em títulos de massa, que facilitam a circulação e a difusão das ações” (*Direito das companhias...*, v. I, p. 216).

⁴⁶⁵ Caso o empresário opte pela determinação do valor nominal da ação, poderá fazê-lo de forma arbitrária. Referido valor não tem qualquer relação com o valor econômico da ação, que reflete a situação financeira da companhia ou mesmo o padrão de relação de troca criado pelo mercado. Assim, cria-se um inconveniente para as companhias que adotam ações com valor nominal: caso a cotação seja inferior ao valor nominal da ação, novas emissões, que devem se dar pelo valor nominal,

por fim, as espécies e classes de ações, com seus respectivos direitos e obrigações relacionados à posição de sócio.

A autonomia privada aqui sofre relevantes limitações: a lei societária enumera taxativamente as espécies de ações, admite a divisão de espécies em classes conforme sejam garantidos determinados direitos, regula os direitos que podem ser atribuídos às ações preferenciais, veda que qualquer espécie ou classe de ações restrinja direito essencial dos acionistas⁴⁶⁷, e, por fim, determina que todas as ações serão nominativas, tendo sido revogadas as ações ao portador e endossável.

Conforme nota ASCARELLI, “no desenvolvimento das sociedades, foram-se diferenciado tanto as várias categorias de ações, quanto as várias categorias de financiadores e de interessados nos lucros”. Em decorrência dessas categorias, foi necessária a criação de regime que tornasse possível (i) a modificação dos direitos dessas categorias, independentemente do consentimento individual de cada interessado; (ii) a submissão ao consentimento de algumas dessas categorias algumas modificações estatutárias que, embora não lhes diga respeito, possam prejudicá-las indiretamente; e, por fim, (iii) uma tutela mais eficaz de cada um de seus membros⁴⁶⁸.

Pela lei societária vigente, podem os acionistas optar pela criação (e, assim, previsão no estatuto social) de ações ordinárias e preferenciais – os principais instrumentos da companhia para obtenção de capital próprio – e de fruição – “aquela distribuída ao acionista quando sua ação, ordinária ou preferencial, é amortizada, ou seja, quando a sociedade distribui aos acionistas importâncias que eles teriam direito a receber na liquidação da sociedade”⁴⁶⁹.

Vale notar que a igualdade dos direitos conferidos pelas ações de mesma espécie e classe é essência da companhia. Nesse sentido, são ilegais quaisquer

acabarão sendo por preço superior ao das ações negociadas no mercado, dificultando a captação de recursos.

⁴⁶⁶ Caso a companhia preveja que suas ações terão valor nominal, ele será o mesmo para todas as ações de mesma espécie e classe, de modo a se garantir a padronização necessária para a circulação dos títulos.

⁴⁶⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. 1, p. 235.

⁴⁶⁸ *Problemas das sociedades...*, p. 485.

⁴⁶⁹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A...*, v. 1, p. 147.

disposições estatutárias que concedam tratamento diferenciado a ações de uma espécie e classe⁴⁷⁰.

A divisão do capital social em ações ordinárias é, segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, a regra; a emissão dessas é obrigatória em todas as companhias⁴⁷¹. Vale dizer,

todas as ações da companhia são, em princípio, ordinárias: se o estatuto contém apenas o número de ações em que se divide o capital social sem referência à sua espécie, as ações são ordinárias, de classe única e conferem os mesmos direitos⁴⁷².

As ações ordinárias, que não têm preferências econômicas e dão aos seus titulares o mesmo direito, ou seja, o poder político (mediante o exercício do direito de voto) de participar na direção da sociedade, somente podem ser divididas em classes⁴⁷³ nas companhias fechadas⁴⁷⁴ e, ainda assim, apenas em função da conversibilidade em ações preferenciais, da exigência de nacionalidade brasileira de acionistas ou direito de voto em separado para o preenchimento de determinados cargos de órgãos administrativos.

Limita-se, assim, a autonomia privada das companhias abertas e das fechadas no que se refere aos direitos específicos que podem ser atribuídos a cada classe de ações ordinárias.

Já aos titulares das ações preferenciais, que poderão ser de uma ou mais classes, o estatuto social poderá deixar de conferir algum ou alguns dos direitos reconhecidos às ações ordinárias – normalmente o direito de voto –, desde que não se

⁴⁷⁰ Em momento oportuno, será verificado que essa distinção tem sido adotada por companhias que preveem medidas de proteção à dispersão acionária em seus estatutos. Com efeito, algumas companhias estabelecem que acionistas que detenham determinada participação acionária e atinjam o percentual que determina a realização de oferta pública, deverão realizá-la por preço distinto (mais vantajoso) daquele estabelecido na própria cláusula.

⁴⁷¹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A.*..., v. 1, p. 143.

⁴⁷² *Direito das companhias*..., v. I, p. 237.

⁴⁷³ Sob a égide do Decreto-Lei nº 2.627/40 as ações ordinárias não poderiam ser divididas em classes, sendo absoluto o princípio da igualdade das ações.

⁴⁷⁴ Conforme a Exposição de Motivos da Lei 6.404/76, a adoção de várias classes de ações ordinárias nas companhias fechadas é “útil na associação de diversas sociedades em empreendimento comum (*joint venture*), permitindo a composição ou conciliação de interesses e a proteção eficaz de condições contratuais acordadas”. BRASIL. Lei nº 6.404/76 de 15 de dezembro de 1976. Exposição de motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 03 dez. 2013.

tratem dos direitos essenciais previstos no artigo 109 da lei societária, ou, então, conferi-los com restrições. Em contrapartida, são conferidas a seus titulares vantagens patrimoniais e políticas, observadas as determinações legais.

Assim, o estatuto social deverá, em relação a cada classe de ação preferencial criada, declarar suas vantagens ou preferências, que podem ser (i) a prioridade na distribuição de dividendo, fixo⁴⁷⁵ ou mínimo; (ii) a prioridade no reembolso do capital, com prêmio ou sem ele; (iii) o direito de participar do dividendo a ser distribuído, correspondente a, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido do exercício, de acordo com o seguinte critério: (a) com a prioridade no recebimento do dividendo referido no item (iii) correspondente a, no mínimo, 3% (três por cento) do valor de patrimônio líquido da ação, e (b) direito de participar, em igualdade de condições com as ações ordinárias, do lucro distribuído nos termos do item (iii) que remanescer depois de asseguradas às ações ordinárias dividendo igual ao mínimo prioritário estabelecido em conformidade com o item (a).

Com a Lei nº 10.303/01, considerando a o cenário em que situado nosso mercado acionário, no qual predominavam as “ações preferenciais sem direito de voto tendo como única vantagem patrimonial a prioridade no reembolso, o que não mantinha o princípio tradicional de que a exclusão do direito de voto é contrapartida de vantagens patrimoniais”⁴⁷⁶, passou-se a exigir, para a admissão à negociação no mercado de valores mobiliários das referidas ações preferenciais, a atribuição de vantagens adicionais. Referidas vantagens consistem em (i) direito ao recebimento de dividendo, por ação, pelo menos 10% (dez por cento) maior do que o atribuído a cada ação ordinária, ou (ii) direito de serem incluídas na oferta pública de alienação de controle, nas condições previstas no artigo 254-A, assegurado o direito a dividendo pelo menos igual ao das ações ordinárias.

Deixou-se, contudo, aos empresários, liberdade e autonomia para a definição de outras preferências ou vantagens que sejam atribuídas às ações preferenciais sem direito a voto ou com restrição desse direito, exigindo-se, somente, que referidas

⁴⁷⁵ Vale notar que, no caso de ações com dividendo fixo, o estatuto pode excluir ou restringir o direito das ações preferenciais de participar dos aumentos de capital decorrentes da capitalização de reservas ou lucros.

⁴⁷⁶ *Direito das Companhias...*, v. 1, p. 240.

preferências ou vantagens sejam detalhadamente descritas nos estatutos sociais. Adicionalmente, o estatuto poderá prever a conversão de ações de uma classe em outra e em ações ordinárias e destas em preferenciais, e, ainda, o resgate ou a amortização das ações preferenciais.

Antes de se passar a uma análise mais detida da questão das ações preferenciais, vale mencionar, ainda, a possibilidade de os estatutos sociais preverem ações preferenciais de classe especial que conferem aos entes públicos desestatizantes o direito de veto ou privilégios sobre determinadas deliberações – as *golden shares*.

Referidas ações devem ser criadas diante do interesse público que a atividade da companhia desestatizada envolve. Adicionalmente, a criação dessas ações pode se dar pela necessidade de atuação do Estado no sentido de regular um mercado sujeito à restrição da livre concorrência. Nesse sentido, a criação de uma *golden share* sem observar o interesse público pode ser questionada, em especial pela violação da função social e econômica do instituto.

Especificamente no que se refere às ações preferencias, que poderiam ser emitidas, nos termos da Lei nº 6.404/76, até o limite de 2/3 do capital social, foram previstas na lei societária em razão da função empresarial que orientou a criação deste tipo societário.

Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, a função empresarial é essencial à organização da economia moderna e pode ser exercida tanto pelo indivíduo como por sociedades empresariais. Contudo, enquanto na pequena empresa individual o empresário desempenha toda a função empresarial, empresas com dimensão e complexidade maiores acabam por experimentar uma melhor definição dos três componentes da função empresarial, quais sejam, a criação e expansão da empresa, a administração, e a aplicação do capital social de risco, que passaram a ser desempenhadas por pessoas diferentes⁴⁷⁷. Assim, distinguem-se o empresário-empREENDEDOR, fundador ou acionista controlador; a administração, que tende a ser especializada em razão da necessidade de conhecimentos distintos para a tomada de decisão; e, por fim, o investidor que quer somente aplicar seu capital e receber dividendos ou revender suas ações com lucro.

⁴⁷⁷ A lei das S.A..., v. 1, p. 183.

Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, o princípio majoritário (que será analisado oportunamente) acabou por ensejar a construção de um modelo utópico de sociedade anônima, na qual o direito de voto seria inalienável⁴⁷⁸. Não obstante, a realidade do mercado acabou por desconstruir esse ideal, em vista do fato notório de que

em todas as companhias abertas há duas espécies irreduzíveis de acionistas: (i) o empresário-empresendedor, que cria e expande a empresa, a ela se dedica permanente e profissionalmente, vive de todos os seus problemas, e se realiza nessa atividade, e (ii) o investidor de mercado que objetiva, tão-somente, a mera aplicação de capital⁴⁷⁹.

Em vista da realidade do mercado, a lei societária acabou por adotar a diretriz de reconhecer a importância do acionista controlador⁴⁸⁰, ou seja, do empresário-empresendedor, na economia aberta⁴⁸¹, assegurando-se-lhe, assim, grande autonomia para a organização da empresa, mas, em contrapartilha, cobrando-lhe o mau uso que venha a fazer dessa liberdade e do seu poder.

Dentre os mecanismos deixados à disposição do acionista controlador está a possibilidade de emissão de diversos títulos – de dívida ou de participação – que possam suprir o caixa da companhia e, assim, permitir o crescimento da empresa. E dentre esses títulos estão as ações preferenciais⁴⁸² que são (i) adequadas para ativar o mercado de capitais, atraindo investidores e oferecendo-lhes segurança e rentabilidade, e para o levantamento de capitais de risco sem perda do controle; (ii) imprescindíveis para assegurar o controle nacional das companhias subordinadas a esse imperativo; (iii) preferidas pelas instituições financeiras que não pretendem ou não podem assumir a gestão de seus financiados, mas querem assegurar rentabilidade e retorno de capital; (iv)

⁴⁷⁸ Segundo os autores, chegou-se mesmo a falar em obrigar os acionistas a comparecer em assembleia para “cumprir o ‘sagrado dever de votar’”, cogitando-se, até mesmo, a aplicação de multa aos acionistas faltosos (*A lei das S.A....*, v. 1, p. 185).

⁴⁷⁹ *A lei das S.A....*, v. 1, p. 185.

⁴⁸⁰ Não se olvide também a existência de estruturas que permitem que um acionista (ou grupo de acionistas) assumam e mantenham o controle ainda que com pequena porcentagem do capital social. Sobre o assunto vide COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle....*

⁴⁸¹ A função do acionista controlador ou do empresário-empresendedor é óbvia na fase de criação da empresa: é sua existência que cria a estabilidade na companhia que ainda não atingiu o estágio de macroempresa institucionalizada, na qual o grau de dissociação entre o capital e o controle alcançou o ponto de este ser exercido pela administração (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A....*, v. 1., p. 185-186).

⁴⁸² Para uma perspectiva histórica da adoção das ações preferenciais no sistema societário brasileiro, vide LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 190 e ss..

naturais para a composição de credores com a companhia endividada, permitindo sua reorganização e evitando a falência; (v) capazes de permitir que o empresário, que tem a ideia da empresa e a capacidade de organizá-la mas não dispõe de capital suficiente, convença financiadores a contribuir com capitais em troca de vantagens sem, contudo, perder o comando da empresa; (vi) adequadas para a formação de *joint ventures*; e, por fim, (vii) essenciais para a expansão da pequena e média empresa brasileira⁴⁸³.

Contudo, a discussão quanto às ações preferenciais ficou acirrada com o surgimento da governança corporativa, que adota o princípio “uma ação = um voto”, por meio do qual a cada ação deve corresponder, necessariamente, a um voto. Entre nós, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC estabelece que, para um perfeito equilíbrio entre poder político e poder econômico e, assim, para um perfeito alinhamento de interesses entre os sócios, exceções a esse princípio devem ter uma justificativa forte⁴⁸⁴.

O princípio foi adotado pela BM&FBOVESPA na criação do Novo Mercado que só admite a listagem de companhias que só emitam ações ordinárias⁴⁸⁵⁻⁴⁸⁶. Assim, para as companhias listadas nesse segmento, existe ampla limitação à autonomia privada quanto à decisão pela forma como o capital social da companhia será composto.

Essa iniciativa foi estendida ao Bovespa Mais, segmento que, não obstante tivesse como objetivo fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais, criou regras muito rígidas aplicáveis a companhias que acessariam o mercado gradualmente.

Ao longo do tempo, percebeu-se que tais regras não eram capazes de incentivar empresas de menor porte a acessar o mercado de capitais nem de incentivar investidores a adquirir ações desse tipo de companhia. A tentativa de atrair companhias

⁴⁸³ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A....*, v. 1, p. 191.

⁴⁸⁴ Entre nós, o princípio é expresso no Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC.

⁴⁸⁵ Referido deslinhamento decorre do conflito de agência entre acionistas controladores e minoritários, reforçado com a separação entre os direitos de propriedade e de controle.

⁴⁸⁶ Enquanto isso, como já visto, o Nível 2 admite a emissão de ações preferenciais com direito de voto restrito, e o Nível 1 não faz qualquer exigência quanto à formação do capital social das companhias listadas.

de menor porte para o mercado durou anos e, apesar de algumas adesões, realizadas com o apoio do BNDES, o Bovespa Mais não decolou.

O Comitê Técnico de Ofertas Menores, então, propôs mudanças no Bovespa Mais, criando, na prática, novo mercado de acesso. O segmento seria dividido em dois: um, continuaria com o nome BM&FBOVESPA Mais, e permitiria apenas ações ordinárias, e outro, chamado BM&FBOVESPA Mais – Nível 2, aceitaria ações sem direito a voto⁴⁸⁷.

Quer dizer, em face dessa discussão, vale recordar as lições do Ministro Francisco Campos, em 1932:

Se é um dado real que a maioria das ações prima pelo absenteísmo às deliberações sociais, visando não à participação ativa na direção mas apenas ao rendimento do capital e às vantagens da especulação, por que não adotar o dado de realidade, revestindo-o de forma legal?⁴⁸⁸.

Ou seja, se o mecanismo é, de fato, funcional para que as companhias de menor porte possam acessar o mercado de capitais, não há porque vedá-lo por si só.

Pelos termos da lei, a ação preferencial é ação idêntica à ordinária, à medida que seus direitos intangíveis são idênticos: há a participação no patrimônio social, nos lucros da sociedade, fiscaliza-se a gestão social, assegura-se o direito de preferência na aquisição de novas ações e há o mesmo direito de retirada. Quanto ao direito de voto, não há restrição de direito essencial. Ainda assim, há vantagem econômica como contrapartida, deixando-se ao empresário a combinação das vantagens e preferências que se possa atribuir a essa espécie de ações, e ao mercado, a avaliação das ações preferenciais em boas ou más de acordo com seus riscos e vantagens⁴⁸⁹.

Assim, para as companhias que ainda necessitam de referido mecanismo, deve-se buscar a criação de um sistema que permita seu uso e que, em contrapartida,

⁴⁸⁷ A proposta, que reflete o esforço em tentar atrair companhias de menor porte para o mercado, ainda precisa ser aprovada em Audiência Restrita para entrar em vigor (BM&FBOVESPA anuncia proposta de avanços em seus segmentos de listagem para beneficiar acesso de pequenas e médias empresas. BM&FBOVESPA. 16 out. 2013. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/noticias/2013/BMFBOVESPA-anuncia-proposta-de-avancos-em-seus-segmentos-de-listagem-2013-10-16.aspx?tipoNoticia=1&idioma=pt-br>. Acesso em: 17 out. 2013).

⁴⁸⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1, p. 191.

⁴⁸⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S.A.*, v. 1, p. 189.

proteja os titulares dessa espécie de ações do conflito de agência decorrente da separação do capital e do controle.

A lei societária, nesse sentido, limita a emissão de ações preferenciais a 50% (cinquenta por cento) do valor do capital social.

Esse percentual era maior antes da reforma da lei societária pela Lei nº 10.303/01. Segundo LAMY FILHO e PEDREIRA, o Projeto que deu origem à Lei nº 6.404/76 “optou por estender o limite de emissão das ações preferenciais a 2/3 do capital social”, tendo preferido “o meio termo, fugindo à ilimitação e à restrição demasiada”⁴⁹⁰. Referido percentual foi escolhido em vista do contexto no qual a lei foi criada: após a crise do encilhamento, as preferenciais seriam os títulos de maior aceitação, permitindo, naquele momento, o crescimento do mercado de capitais.

Contudo, com o desenvolvimento do mercado de capitais e com a necessidade de construção de um sistema de proteção aos participantes do mercado de capitais, passou a ser questionada a legitimidade de se controlar uma companhia com apenas 16,67% do capital social, em especial pela convicção de que deve haver uma relação de proporção entre o poder político e volume de recursos aplicado no negócio. Assim, como anota COSTA E SILVA,

não seria mais sustentável que companhias tenham seus destinos decididos exclusivamente por acionistas controladores que tivessem investido tão pouco, e que aqueles que contribuíram com a maior parcela para a formação do capital – os demais acionistas titulares de ações ordinárias e a totalidade dos detentores de ações preferenciais – ficassem quase que completamente privados da capacidade de interferir na administração⁴⁹¹.

Nesse sentido, a Lei nº 10.303/01 procurou restabelecer o equilíbrio entre as ações votantes e não votantes e, assim, entre a propriedade e o controle.

⁴⁹⁰ *A lei das S.A....*, v. 1, p. 193.

⁴⁹¹ As ações preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferência. *In*: LOBO, Jorge. Ob. cit., p. 123.

IV.5.3 Organização interna da Companhia

Como já analisado acima, o estatuto social caracteriza-se como contrato-organização, trazendo, assim, em suas disposições, a estrutura da sociedade, ou seja, “a disposição e ordem dos elementos de um sistema, que percebemos por meio de suas interrelações, e nos referimos à disposição dos órgãos da companhia como sua estrutura”⁴⁹².

Em linhas mais simples, o estatuto social deve tratar da administração da companhia, ou seja, da forma como se dirige ou governa a organização social criada pelo contrato de sociedade.

Assim, a lei societária estabelece regras que devem ser observadas pelos empresários tanto no estabelecimento dos órgãos societários como na delimitação de sua competência, limitando, assim, a autonomia privada dos empresários na criação da estrutura das sociedades por ações.

Conforme ASCARELLI, em razão do elevado número de acionistas e de sua variabilidade, a administração direta e pessoal da sociedade não é possível, sendo necessária, a distinção entre sócios e diretores, e entre um órgão deliberativo (Assembleia) e um órgão que preside a gestão normal da sociedade (diretores). Adicionalmente, considerando-se que o acionista não tem sequer poder ilimitado e contínuo de controle pessoal direto, também o controle é confiado a um órgão especial (fiscais), ao passo que apenas determinadas funções de controle são confiadas ao acionista individualmente ou a minorias qualificadas⁴⁹³.

Daí a distinção, na organização interna da sociedade, da orientação geral da sociedade, de sua gestão e seu controle e, portanto, a distinção das competências da Assembleia, dos diretores e dos fiscais, respectivamente. Nesse sentido, necessária a regulamentação para a solução de questões relacionadas aos limites dos poderes do executivo, à organização das Assembleias, que devem dar a orientação geral aos negócios da companhia, submissão da gestão da sociedade ao determinado pela maioria,

⁴⁹² LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. 1, p. 775. Os autores tratam das companhias como uma organização social, sendo seus órgãos “os subconjuntos de papéis desse sistema com funções especializadas definidas normativamente pelo sistema jurídico da companhia” (*Direito das Companhias...*, v. 1, p. 775).

⁴⁹³ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades...*, p. 482-483.

à tutela do direito de voto cada acionista, à garantia dos direitos da maioria e à tutela da minoria, ainda, à disciplina e à independência de um órgão de controle.

A regulamentação das questões acima colocadas tem os mesmos objetivos da lei societária, qual seja, o de

criar modelo de companhia adequado à organização e ao funcionamento da grande empresa privada [...], aperfeiçoar o modelo de sociedade anônima utilizado pelas pequenas e médias empresas, e dar-lhe flexibilidade que permita sua adoção por sociedades que se associem em empreendimentos comuns⁴⁹⁴.

LAMY FILHO e PEDREIRA apontam que as leis aplicáveis às sociedades por ações sempre detalharam o funcionamento dos órgãos sociais por meio de normas cogentes, pois as características deste tipo societário (limitação da responsabilidade, livre negociação das ações) exigiram a criação de normas que pudessem proteger o interesse de acionistas, terceiros com que ela negociam e os investidores do mercado de capitais⁴⁹⁵.

Assim, diferentemente das sociedades de pessoas, em que a gestão dos negócios sociais é desempenhada diretamente pelos sócios ou por prepostos, a Lei nº 6.404/76 determina a existência de uma Assembleia Geral (reunião dos acionistas), uma administração, composta por uma Diretoria ou por uma Diretoria e um Conselho de Administração, e um Conselho Fiscal, que pode ter função permanente ou funcionar apenas nos exercícios em que for instalado a pedido dos acionistas, com funções de fiscalizar os administradores e opinar sobre suas propostas à Assembleia Geral.

Vale notar que a estrutura dual, ou seja, em que há uma Diretoria e um conselho de administração, é obrigatória nas companhias abertas, nas companhias de capital autorizado e nas sociedades de economia mista. Segundo Luciano de Souza LEÃO JR., a distinção entre dois órgãos de administração, um com funções deliberativas e de supervisão e outro com funções executivas, é justificada pela

capacidade limitada da Assembleia de exercer, com eficiência, as atribuições de orientar os negócios sociais e fiscalizar os administradores apenas em

⁴⁹⁴ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. 1, p. 796.

⁴⁹⁵ *Direito das companhias...*, v. 1, p. 806.

reuniões anuais ou esporádicas dos acionistas, que são, na maioria, investidores, sem interesse, conhecimento ou experiência no acompanhamento dos problemas da administração dos negócios sociais, a não ser na companhia com poder de controle pré-constituído [...]. A subordinação dos diretores ao Conselho de Administração com funções deliberativas composto, ao menos na maioria, por pessoas distintas, que são remuneradas pelo exercício do cargo e podem reunir-se com maior frequência, assegura fiscalização mais eficiente dos órgãos executivos⁴⁹⁶.

Conforme COMPARATO, de forma distinta dos outros tipos societários, a economia interna da sociedade anônima não é deixada à livre decisão de seus fundadores ou acionistas. Assim, “o legislador discriminou poderes-funções considerados fundamentais, atribuindo-os a órgãos próprios, insuprimíveis e inconfundíveis: o poder-função deliberante à Assembleia Geral, o poder-função administrativo à Diretoria, o poder-função sindicante ao Conselho Fiscal”⁴⁹⁷. Fica, nesse sentido, a liberdade negocial limitada por essa estrutura básica.

Além da estrutura desses órgãos e de suas atribuições e poderes, a relação entre os órgãos societários também é pré-definida pela lei societária. Assim, as atribuições outorgadas por lei a um órgão não podem ser outorgadas a outro, bem como não pode haver modificação da hierarquia existente entre eles, fundamental, conforme LAMY FILHO e PEDREIRA, ao funcionamento eficiente da organização⁴⁹⁸.

Assim, a Assembleia Geral é o órgão supremo das companhias, com competência para eleger os membros do Conselho de Administração e destituí-los a qualquer tempo⁴⁹⁹, conforme sua conveniência; também é ela quem orienta a atuação dos administradores. Existente o Conselho de Administração em uma companhia, é ele quem tem a competência para a eleição dos diretores, que terão, por sua vez, poderes para “presentar” a companhia e para a realização de atos de gestão ordinária da companhia.

⁴⁹⁶ Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, v. 1, p. 1030.

⁴⁹⁷ COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle...*, p. 14.

⁴⁹⁸ *Direito das companhias...*, v. 1, p. 806. No mesmo sentido, LEÃO Jr., que esclarece, ainda, que é vedado que o estatuto social modifique o regime legal das atribuições e poderes dos órgãos de administração ou, ainda, que essa modificação se dê pelos próprios órgãos da administração, que não podem, salvo nos casos previstos em lei, delegar funções e poderes um ao outro ou aos demais órgãos da companhia (Ob. cit., p. 1032).

⁴⁹⁹ Vale notar que a possibilidade de destituição a qualquer tempo não se aplica ao administrador eleito em separado.

A. Assembleia Geral

A Assembleia Geral, “reunião dos acionistas, convocada e instalada na forma da lei e dos estatutos, a fim de deliberar sobre matéria de interesse social”⁵⁰⁰, é o órgão supremo da companhia, “à medida que seus integrantes não são eleitos nem podem ser destituídos por ninguém” e, ainda, pelo fato de que todos os órgãos sociais são por ela constituídos (direta ou indiretamente) e se submetem às suas deliberações⁵⁰¹.

Trata-se, de órgão deliberativo permanente⁵⁰² da companhia, com poderes limitados pela lei e pelo estatuto social. Conforme TEPEDINO, “a Assembleia não pode derogar os direitos individuais dos acionistas ou de grupos de acionistas, deliberar sobre matérias estranhas aos interesses sociais, subverter as regras estatutárias ou praticar atos da competência privativa de outros órgãos”⁵⁰³.

A função precípua da Assembleia Geral é a formação da vontade social⁵⁰⁴, por meio das manifestações e votos dos acionistas, legitimados para o exercício do poder político da sociedade por serem aqueles que contribuem para a formação do capital social da companhia e, conseqüentemente, aqueles que sofrem a perda desse capital em caso de acumulação de prejuízos⁵⁰⁵. Assim, aqueles que contribuíram para o capital da sociedade, devem, reunidos, ordinária ou extraordinariamente, conforme convocação e instalação definidas em lei, deliberar sobre matérias de interesse da sociedade.

Normalmente, as companhias listadas nos segmentos especiais da BM&FBOVESPA replicam, em seus estatutos sociais, algumas das disposições legais aplicáveis ao órgão societário em comento, tais como (i) a de que a Assembleia Geral ordinária será realizada em até quatro meses do encerramento do exercício social e que a

⁵⁰⁰ BRASIL. Decreto-lei nº 2.627/40. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del2627.htm. Acesso em: 12 dez. 2013. Sobre a evolução histórica do órgão social, vide CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 759 e ss.

⁵⁰¹ TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias...*, v. 1, p. 872.

⁵⁰² Não obstante as reuniões só aconteçam de tempos em tempos, trata-se de órgão permanente, pois não se extingue entre um e outro conclave.

⁵⁰³ TEPEDINO, Ricardo. Ob. cit., p. 877.

⁵⁰⁴ Conforme TEPEDINO, se “os acionistas em conjunto constituem o tecido do corpo societário, a companhia, para que forme, emita e faça atuar a sua vontade, é estruturada em órgãos, dentre os quais se sobressai a assembleia geral, destinada a fundir essa vontade a partir de emissões volitivas individuais dos acionistas nela reunidos” (Ob. cit., p. 874).

⁵⁰⁵ TEPEDINO, Ricardo. Ob. cit., p. 806.

Assembleia Geral extraordinária poderá ser convocada, a qualquer tempo, a depender dos interesses da companhia; (ii) que a convocação será realizada pelo Conselho de Administração ou nas outras formas previstas no artigo 123 da Lei nº 6.404/76⁵⁰⁶, e nos prazos estabelecidos pela lei societária; (iii) a de que a instalação, em primeira convocação, se dará com a presença de acionistas representando ao menos 25% (vinte e cinco por cento) do capital social com direito de voto, salvo quando a própria lei exigir quorum mais elevado; e, em segunda convocação, com qualquer número de acionistas; (iv) a de que as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos, salvo previsão em contrário em lei; (vi) a de que a primeira convocação será feita com, no mínimo, 15 (quinze) dias de antecedência; (vii) a de que os materiais e documentos necessários para a análise das matérias constantes da ordem do dia serão disponibilizados para todos os acionistas.

Vale notar que essa réplica deverá ser fiel, sendo que a alteração de seus termos poderá levar à nulidade do dispositivo do estatuto social caso se verifique qualquer contrariedade à lei.

A existência de tantas regras aplicáveis à Assembleia Geral⁵⁰⁷ decorre da importância do órgão no quadro societário. Com efeito, é a Assembleia Geral o órgão responsável por vencer a divergência de opiniões, impedir que a indiferença e a distância de interessados criem obstáculos ao curso dos negócios e ao desenvolvimento da empresa, e, ainda, constituir o foro apropriado para o confronto de ideias entre os acionistas. Nesse sentido, as normas aplicáveis à Assembleia Geral são as “regras do jogo” para se alcançar as decisões coletivas⁵⁰⁸.

É essencial, assim, que haja incentivo à participação dos acionistas⁵⁰⁹, para que exerçam, por meio da participação em Assembleia, seu direito de fiscalização; que

⁵⁰⁶ Sobre o assunto vide GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Convocação de Assembleia Geral por acionista. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v.42, abr.-jun./1981 e BULGARELLI, Waldírio. Deliberar não deliberar é deliberar? In: *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

⁵⁰⁷ Além da lei societária, há ampla regulamentação das assembleias por meio da Instrução CVM nº 481/09.

⁵⁰⁸ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.2, p. 15.

⁵⁰⁹ Foram necessárias algumas mudanças para incentivar os acionistas a participar dos conclaves, reduzir os custos do acesso à informação, e propiciar o exercício do voto, especialmente em um cenário em que é mitigada a relação de proporcionalidade entre o risco de capital assumido pelo acionista e o exercício do poder na sociedade anônima em decorrência da dispersão acionária, da desorganização

haja prazo suficiente para que os acionistas se preparem devidamente e possam contribuir positivamente para o debate das deliberações propostas⁵¹⁰, podendo, inclusive, referido prazo ser ampliado ou interrompido pela CVM, conforme a matéria seja complexa ou sejam outras propostas submetidas à decisão do órgão, respectivamente; que haja um mínimo de presenças válidas “para que o corpo colegial possa instaurar qualquer processo deliberativo”, observada a necessidade de “propiciar o maior afluxo possível de acionistas [...] com a necessidade de não permitir que o característico absenteísmo desse órgão possa entravar a vida social”⁵¹¹; que haja uma proteção à maioria contra o bloqueio encetado por grupos minoritários, por meio da imposição de um quorum deliberativo; que haja uma hierarquia de competências sucessivas para a convocação do conclave, “tendo como fundamento evitar a realização de Assembleias gerais inúteis e mesmo contrárias ao interesse social”⁵¹².

da coletividade, e da escala a que chegaram as companhias (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.2, p. 763). No Brasil, a Lei nº 12.431/01 passou a prever a possibilidade de participação em assembleia (e deliberação) à distância, conforme regulamentação da CVM. Contudo, o dispositivo ainda não foi regulamentado. Existem, ainda, outros mecanismos: (i) nos termos do artigo 126, parágrafo 1º, e Instrução CVM nº 481/09, a possibilidade de realização de pedido público de procuração (sobre o assunto vide PONTES, Evandro Fernandes de. Pedido público de procuração (notas sobre a representação em assembleias gerais de companhias abertas no Brasil. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011); (ii) a possibilidade de utilização de procuração outorgada por acionistas com assinatura eletrônica e certificação digital (conforme Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/1794. “Consulta sobre Possibilidade de Utilização de Procurações de Voto em Forma Digital nas Assembleias”. Relator Diretor Sérgio Weguelin. Julgado em 24 jun 2008); e, ainda, (iii) a possibilidade de qualquer acionista assistir às assembleias gerais de forma remota. Outras medidas têm sido estudadas, merecendo nota (e, aqui, sem qualquer juízo de valor em razão do escopo do presente trabalho) a carta enviada pela AMEC à CVM, sugerindo, por exemplo, a criação de um período pré-convocatório, que antecedente à assembleia geral ordinária e a outras assembleias específicas, permitira que os acionistas enviassem eventuais propostas, manifestações ou candidaturas a órgãos da administração, e, ainda, de forma complementar, a criação de um repositório central de propostas, sistema eletrônico de divulgação de propostas, manifestações, candidaturas que prescindia da administração e, assim, facilite a divulgação de propostas antecipadamente para os acionistas que não se farão presentes fisicamente na assembleia (CUNHA, Mauro Rodrigues. Contribuições da Amec para aperfeiçoamento dos procedimentos assembleares das empresas brasileiras e votação à distância. AMEC: 4 mar. 2013).

⁵¹⁰ Por essa mesma lógica, deve ser dada ampla e tempestiva publicidade ao material de apoio e os editais de convocação devem ser claros e precisos, ensejando o conhecimento da realização do conclave e da matéria que será deliberada. Segundo EIZIRIK, “o direito à informação funciona como instrumento para o efetivo exercício do direito à fiscalização conferido aos acionistas, já que, para fiscalizar, eles devem ter razoável conhecimento sobre os negócios da sociedade” (*A lei das S.A.*..., v.2, p. 50)

⁵¹¹ TEPEDINO, Ricardo. Ob. cit., p. 913.

⁵¹² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 806.

A imposição de quorum qualificado, salvo quando previsto legalmente, é vedada nas companhias de capital aberto⁵¹³, sendo possível somente em relação àquelas matérias que afetam as relações entre os sócios e a sociedade de forma substancial, evitando-se, assim, o bloqueio absoluto da minoria sobre todos os assuntos de interesse social⁵¹⁴, sendo imprescindível a proteção dos acionistas minoritários⁵¹⁵. A fim de evitar que a norma impeça o desenvolvimento normal das atividades da companhia, é possível a redução do referido quorum caso a companhia tenha ações dispersas no mercado, conforme parágrafo 2º do artigo 136.

Verificam-se, ainda, limitações à autonomia privada decorrentes das próprias características das sociedades por ações. Assim, por exemplo, a formação da vontade da companhia deve observar o princípio majoritário, fundamentado na comunhão de escopo entre os acionistas, assente na participação de todos eles na sociedade *ad utilitatem communem*. As deliberações serão tomadas por maioria de votos dos acionistas presentes, não se computando os votos em branco. Pelo mesmo princípio, as deliberações sociais vincularão a todos os membros do órgão colegial, ainda que dissidentes ou ausentes⁵¹⁶⁻⁵¹⁷, sendo que a sua tutela se dá por meio das figuras do abuso e do desvio de poder, previstas na própria legislação societária.

⁵¹³ Nas companhias fechadas, deve sempre prevalecer “a confiança e a consideração pessoal recíproca dos sócios, de acordo com o espírito do negócio” de modo que “as regras de quorum são estabelecidas no interesse da minoria, a fim de prevenir eventual abuso de poder pelos detentores do controle” COMPARATO, Fábio Konder. *Poder de controle...*, p. 122-123.

⁵¹⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 1, p. 925.

⁵¹⁵ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.2, p. 110. A lei prevê a possibilidade de quorum qualificado de deliberação nos seguintes casos: (i) sanar falta ou irregularidade na constituição da companhia ou em seu estatuto; (ii) criação de ações preferenciais ou aumento de classe de preferenciais existentes sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto; (iii) alteração nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; (iv) redução do dividendo obrigatório ou distribuição de dividendo inferior ao obrigatório; (v) incorporação, cisão ou fusão da companhia; (vi) participação em grupo de sociedades; (vii) mudança no objeto social da companhia; (viii) cessação do estado de liquidação da companhia; (ix) criação de partes beneficiárias, se companhia fechada; (x) dissolução da companhia; (xi) aprovação de condições especiais para a partilha do ativo remanescente no caso de liquidação; (xii) transformação da sociedade; (xiii) cisão com atribuição das ações integralizadas com parcelas do patrimônio da sociedade cindida em proporção diversa daquela que os acionistas nela possuíam; (xiv) aprovação da incorporação de ações destinada à conversão em subsidiária integral; e (xv) aprovação, em companhia fechada, de pagamento da participação dos administradores sem que haja a atribuição do dividendo obrigatório.

⁵¹⁶ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das Deliberações de Assembleia de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1999, p. 41. Sobre o assunto vide também LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

A lei societária estabelece, ainda, em seu artigo 110, que a cada ação ordinária corresponde um voto nas deliberações da Assembleia Geral, sendo possível a limitação do número de votos, ou seja, sendo possível que o estatuto social estabeleça o número máximo de votos de cada acionista⁵¹⁸.

É, ainda, vedada a atribuição de voto plural a qualquer classe de ações, em razão da criação de uma desproporção entre ação e capital a qual concentra a vontade social em mãos de um único ou de um pequeno grupo de acionistas.

Participam da Assembleia Geral todos os acionistas, ainda que sem direito a voto, tendo, estes, contudo, direito a voz, ou seja, a discutir a matéria submetida à deliberação⁵¹⁹. Exige-se, assim, dos acionistas a prova de sua qualidade para a entrada no conclave.

Vale notar, contudo, que algumas companhias exigem, por meio de seus estatutos sociais, o depósito prévio, com algum prazo de antecedência, dos documentos que comprovem a qualidade de sócio. No entanto, considerando o exposto no artigo 5º, § 2º da Instrução CVM nº 481/09, o acionista que comparecer à Assembleia munido dos documentos exigidos pela companhia pode participar e votar, ainda que tenha deixado de depositá-los previamente. Nesse sentido, a BM&FBOVESPA, considerando a possibilidade de restrição do exercício de voto, tem recomendado às companhias cujos estatutos sociais contenham essa previsão que os excluam, sugerindo, ainda, que passem a prever, de forma complementar, o disposto na Instrução CVM acima referida.

⁵¹⁷ Vale notar que o princípio majoritário não é absoluto. Não obstante, é princípio de ordem pública, inderrogável pelo estatuto, sendo que somete a lei pode estabelecer exceções (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.2, p. 1014). A lei societária o excepciona, exigindo deliberação unânime dos acionistas, nos casos de transformação da sociedade e de mudança de nacionalidade de companhia brasileira (conforme artigo 72 do Decreto-Lei nº 2.627/40, ainda em vigor nos termos do artigo 300 da lei societária).

⁵¹⁸ Os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 vedam que os estatutos sociais prevejam disposições que limitem o número de votos de acionista ou Grupo de Acionistas em percentuais inferiores a 5% (cinco por cento) do capital social, exceto nos casos de desestatização ou de limites exigidos em lei ou regulamentação aplicável à atividade desenvolvida pela companhia, que sejam devidamente fundamentados e submetidos para a aprovação da BM&FBOVESPA.

⁵¹⁹ Contudo, o acionista com seus direitos suspensos em decorrência de descumprimento de obrigação legal ou estatutária e que, até a data da realização do conclave, não tiver cumprido com essa obrigação, não tem direito de participar das assembleias gerais (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.2, p. 78).

Livremente pactuada pelos empresários está a forma pela qual os trabalhos serão conduzidos. Caso não haja qualquer previsão estatutária a respeito, os trabalhos da Assembleia serão dirigidos por mesa composta de presidente e secretário escolhidos pelos acionistas presentes. O ideal, contudo, é que a matéria já esteja prevista no estatuto social, abreviando, assim, o início dos trabalhos⁵²⁰.

Quanto às competências do órgão, deixa-se também ampla autonomia ao empresário – a Assembleia Geral tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento, desde que observada a lei e o estatuto, especial no que se refere à competência dos outros órgãos da administração.

Exemplificativamente, o artigo 122 da lei societária traz matérias de competência da Assembleia Geral, indelegáveis, portanto, a outros órgãos: (i) reformar o estatuto social; (ii) eleger ou destituir, a qualquer tempo, os administradores e fiscais da companhia, ressalvado o disposto no inciso II do artigo 142; (iii) tomar, anualmente, as contas dos administradores e deliberar sobre as demonstrações financeiras por eles apresentadas; (iv) autorizar a emissão de debêntures, ressalvado o disposto no parágrafo 1º do artigo 59, que permite ao Conselho de Administração das companhias abertas a autorização da emissão de debêntures não conversíveis; (v) autorizar a emissão de debêntures, salvo no caso de autorização expressa para que o Conselho de Administração delibere sobre a emissão de debêntures conversíveis dentro do limite do capital autorizado; (vi) suspender o exercício dos direitos do acionista; (vii) deliberar sobre a avaliação de bens com que o acionista concorrer para a formação do capital social; (viii) autorizar a emissão de partes beneficiárias; (ix) deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar-lhes as contas; e (x) autorizar os administradores a confessar falência, a requerer recuperação judicial ou a propor recuperação judicial, sendo que, em caso de urgência, a Assembleia Geral para deliberar sobre o assunto poderá ter função homologatória de decisão tomada pelos administradores.

Esparsamente, a lei societária traz outras matérias de competência exclusiva da Assembleia Geral: (i) autorização para aplicação de lucros ou reservas no resgate ou

⁵²⁰ TEPEDINO, Ricardo. Ob. cit., p. 919; CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 901.

amortização de ações; (ii) ratificação ou reconsideração da deliberação que deu origem ao direito de recesso, se os órgãos da administração entenderem que o pagamento do preço do reembolso das ações aos acionistas dissidentes colocará em risco a estabilidade financeira da empresa; (iii) fixação da remuneração dos administradores, inclusive os benefícios de qualquer natureza e verbas de representação; (iv) aprovação da propositura de ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao patrimônio da companhia; (v) remuneração dos membros do Conselho Fiscal; (vi) redução do capital; (vii) aplicação do excesso de saldo das reservas de lucros, de incentivos fiscais e de lucros a realizar, na integralização ou no aumento do capital social ou na distribuição de dividendos quando ultrapassarem o capital social; (viii) incorporação de ações; (ix) compra, por companhia aberta, do controle de qualquer sociedade mercantil; e, por fim, (x) sanar vício ou defeito na constituição da companhia.

Há, ainda, regulamentação da BM&FBOVESPA aplicável à matéria. Nos termos dos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2, são cláusulas mínimas (i) a competência exclusiva da Assembleia Geral para a escolha, a partir de lista tríplice apresentada pelo Conselho de Administração, da instituição ou empresa especializada responsável pela elaboração do laudo de avaliação que apurará o valor econômico pelo qual deverá ser feita oferta pública de aquisição de ações para o cancelamento do registro de companhia aberta ou para a deslistagem da companhia, e, ainda, (ii) a deliberação, nos caso de descumprimento de obrigação do Regulamento de Listagem do respectivo segmento, quando não houver acionista controlador, sobre como sanar o descumprimento ou, se for o caso, pela deslistagem, definindo, neste último caso, quem será o responsável pela efetivação da oferta. O mesmo Regulamento de Listagem também estabelece, mas sem exigir que esta obrigação seja refletida em cláusula mínima, que dependerá de aprovação prévia em Assembleia Geral a saída do segmento de listagem, exceto no caso de deslistagem decorrente do cancelamento de registro de companhia aberta.

De acordo com as matérias a serem deliberadas – exigidas pelo dia-a-dia da vida social ou quando circunstâncias anormais ocorram –, distinguem-se as Assembleias em ordinárias e extraordinárias.

A Assembleia Geral ordinária é obrigatória e deve ser realizada no máximo quatro meses após o encerramento do exercício social. A ordem do dia das Assembleias ordinárias – tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as

demonstrações financeiras, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos, eleger os administradores e os membros do Conselho Fiscal, quando for o caso, aprovar a correção da expressão monetária do capital social – é taxativa. Também é norma cogente o prazo para a realização da Assembleia Geral ordinária: deve ela realizar-se anualmente, nos quatro primeiros meses seguintes ao término do exercício social, sob pena de responsabilização dos administradores pela CVM.

Já a Assembleia Geral extraordinária tem competência residual, sendo que qualquer assunto que não conste do rol do artigo 132 deve ser objeto de deliberação por Assembleia Geral extraordinária. Assim, são facultativas, à medida que só ocorrem caso seja necessário deliberar sobre assunto de interesse social.

Relevante também a distinção pelo quorum de instalação: enquanto a regra geral, e assim, a regra aplicável às Assembleias gerais ordinárias preveem o quorum de instalação de 25% (vinte e cinco por cento) do capital social, nestas pode ser necessária a presença de acionistas que representem 2/3 do capital social com direito a voto, conforme sejam as matérias previstas no artigo 136 ou caso se trate de reforma do estatuto social. Assim assegura-se o direito de os acionistas comparecerem à Assembleia e impedirem que decisões relevantes possam ser tomadas por um número pequeno de acionistas⁵²¹.

Segundo CRAVEIRO, em razão da sofisticação do relacionamento entre as partes, o estatuto social passou a não mais atender às necessidades práticas e a não apresentar respostas aos novos problemas insurgentes. Assim, foram sendo criados negócios jurídicos apartados, conhecidos como acordos de acionistas, afetando cada vez mais o relacionamento entre sócios e conduzindo os agentes econômicos às mais variadas e sofisticadas engenharias negociais⁵²².

Esses contratos, contudo, não se confundem com os estatutos sociais, à medida que “têm normalmente por objetivo regular o exercício de direitos dos sócios,

⁵²¹ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.2, p. 171.

⁵²² CRAVEIRO, Mariana Conti. Ob. cit., p. 36-37.

fundados em sua participação na sociedade”⁵²³, sendo denominados, portanto como “extraestatutários” ou, ainda, “parassociais”. Nesse sentido, como aponta CRAVEIRO,

‘contratar sociedade’ [...] não pode mais ser, necessariamente, sinônimo de contrato social (contrato de sociedade) e muito menos da elaboração do estatuto e sua aprovação assemblear. Na grande maioria dos casos, na atualidade, a causa econômica do fenômeno societário (i.e. reunião de esforços para a consecução de escopo comum, mediante atividade econômica) não é eficazmente atingida – ou refletida – apenas nesses instrumentos, muito embora ainda existam sociedades calcadas em contextos econômicos e relacionamentos societários mais simples, com seus contornos traçados pelo estatuto ou contrato social, bem como pelas disposições aplicáveis ao tipo societário em questão⁵²⁴.

A lei societária, em seu artigo 118, tipifica os acordos de acionistas em acordos de controle, acordos de voto e acordos de compra e vende preferencial de ações ou de opção (chamados acordos de bloqueio), tendo por objeto, assim, a regulação dos exercícios de direito de voto (tanto no que concerne ao controle como no que concerne ao direito de voto dos minoritários) e a negociabilidade dessas ações⁵²⁵.

Merecem destaque, para os fins do presente trabalho, os acordos de controle, cujos interesses acabam por se confundir com os da própria companhia. Com efeito, segundo CARVALHOSA, “a comunhão de controle reveste a função de um órgão social, na medida em que seu exercício se dá tanto no âmbito dos órgãos da administração, como no da Assembleia Geral”⁵²⁶. Nesse sentido, não obstante somente as ações necessárias para o acordo de controle sejam a ele vinculadas, constitui abuso de direito de voto o exercício desse direito, com as ações não vinculadas ao acordo, de forma contrária à manifestação de voto da comunhão de controladores⁵²⁷.

Em razão desse vínculo institucional, os acordos de controle não devem, conforme CARVALHOSA, ser considerados contratos parassociais, como os acordos de

⁵²³ CRAVEIRO, Mariana Conti. Ob. cit., p. 39.

⁵²⁴ CRAVEIRO, Mariana Conti. Ob. cit., p. 42.

⁵²⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 21.

⁵²⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas...*, p. 41.

⁵²⁷ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas...*, p. 38.

voto entre minoritários⁵²⁸. Ao contrário, em vista do caráter unitário dos interesses envolvidos, trata-se o acordo de controle de contrato social e, em conjunto com o estatuto social, de negócio único, cujo “elemento decisivo é a conexão dos vários dos fins objetivados pela vontade das partes, quando as intenções econômicas estão estritamente ligadas entre si [...]”⁵²⁹⁻⁵³⁰.

Assim, verifica-se um deslocamento de regras atinentes ao contrato-organização da sociedade para um instrumento privado, que também deve ser analisado à luz das regras limitadoras da autonomia privada.

Nesse sentido, para ser lícito, o acordo de controle não deve ser danoso ao interesse social, como estabelece o próprio parágrafo 2º do artigo 118, bem como deve ser celebrado de acordo com os princípios de lealdade, fidelidade e, ainda, de acordo com o dever fiduciário, especialmente por tratar-se de acordo de caráter pessoal⁵³¹.

Adicionalmente, nota-se que é vedado o comércio de voto, manifestado, por exemplo, nos acordos inespecíficos quanto às matérias objeto, ou, ainda, quando se obriga o controlador a votar conforme a vontade dos administradores da companhia ou de pessoas estranhas a ela.

Por fim, será ilícito o acordo de acionistas – e, assim, o acordo de controle – que viole normas de lei ou do estatuto social, os bons costumes ou, ainda, os princípios gerais de direito. Ou seja, consideram-se ilícitos os acordos de acionistas que violarem as normas de direito contratual a eles aplicáveis.

B. Conselho de Administração

O Conselho de Administração, órgão de deliberação colegiada com funções exercidas e decisões tomadas coletivamente por seus membros, é de instituição

⁵²⁸ Segundo o autor, também não são considerados parassociais os acordos de bloqueio, bilaterais ou unilaterais (quando se tratar de opção), de caráter tipicamente patrimonial (CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas...*, p. 42).

⁵²⁹ ASCARELLI, Tullio. *Problema das sociedades anônimas...*, p. 100.

⁵³⁰ Vale notar, contudo, que para ter eficácia perante a companhia e perante terceiros, deve o acordo de acionistas ser arquivado na sede social, com averbação das ações em livro próprio.

⁵³¹ CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas...*, p. 80.

facultativa nas companhias, salvo, como já visto, no caso das companhias de capital autorizado e nas companhias abertas⁵³².

O estatuto social deverá prever (i) o número de conselheiros (ou o máximo e o mínimo permitidos); (ii) o processo de escolha e substituição do presidente do conselho, bem como o modo de substituição dos conselheiros; (iii) o prazo de gestão; e, por fim, (iv) as normas sobre convocação, instalação e funcionamento do conselho.

Quanto ao número de conselheiros (ou o máximo e o mínimo admitidos), deve ser adequado ao tamanho e ao porte da companhia⁵³³, observado, contudo, o número mínimo de três conselheiros, imprescindível para não desvirtuar a natureza colegiada do órgão bem como para viabilizar a tomada de decisão sem o risco de empate. Diante dos benefícios de um maior número de conselheiros, tais como maior a possibilidade de os acionistas minoritários obterem representação por meio do processo de voto múltiplo, os Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 exigem que o Conselho de Administração seja composto por, no mínimo, cinco membros, devendo constar referida previsão do estatuto social, como cláusula mínima.

Já quanto ao processo de escolha e substituição do presidente do Conselho de Administração, estabelece a lei societária que deverá o estatuto social prever se caberá à Assembleia ou ao próprio conselho⁵³⁴, sendo importante notar que o órgão não pode ficar

⁵³² O Conselho de Administração também é obrigatório nas sociedades de economia mista, permitindo a responsabilidade autônoma dos administradores e impedindo a confusão das funções do Poder Público e da empresa pública enquanto organização (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 51).

⁵³³ Recomenda-se que o Conselho de Administração tenha mínimo de cinco e máximo de 11 membros, reunindo pessoas com experiências pessoais e profissionais variadas (itens 2.4 e 2.8 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC). Interessante, neste ponto, a discussão sobre as cotas para mulheres nos conselhos de administração. Em alguns países, têm sido adotadas medidas de inclusão, chegando-se mesmo à criação de cotas para a participação de mulheres no Conselho de Administração. Sobre o assunto, vide IBGC. Mulheres no Conselho de Administração. Disponível em: www.ibgc.org.br/Download.aspx?Ref=Pesquisas&CodPesquisas=5. Acesso em: 10 out. 2013.

⁵³⁴ Segundo CARVALHOSA, antes da existência de previsão legal sobre a possibilidade de se atribuir a competência para eleição do Presidente do Conselho de Administração ao próprio Conselho de Administração ou à assembleia geral, a autonomia do Conselho de Administração faria com que a competência para a eleição de seu presidente devesse ser sempre atribuída ao próprio Conselho (*Comentários...*, v.3, p. 1035). No entanto, não há, como anota LEÃO JR., que se falar em autonomia do órgão, considerando-se sua eleição e a possibilidade de destituição pela assembleia geral. Além disso, também segundo LEÃO JR., não se trata de uma transferência de poderes, mas sim a composição de poderes do próprio órgão, matéria que seria mais própria à assembleia (Ob. cit., p. 1035-1036).

acéfalo, considerando as funções relevantes que competem a ele exercer, especialmente a direção das atividades do próprio órgão.

Vale notar que, relativamente ao Presidente do Conselho de Administração, impõem os Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, a vedação à acumulação de cargos entre o Diretor Presidente e o Presidente do Conselho de Administração. Referida regra é cláusula mínima que deve estar prevista nos estatutos das companhias listadas nos respectivos segmentos, observado o prazo de três anos, a se encerrar em maio de 2014, concedidos às companhias para se adaptarem

No que se refere ao modo de substituição dos conselheiros, dispõe a lei societária que, caso não haja previsão estatutária, o substituto será nomeado pelos conselheiros remanescentes e ocupará o cargo até a próxima Assembleia Geral, devendo o novo conselheiro completar o prazo de gestão, ou, ainda, caso haja a vacância da maioria dos cargos, deve ser convocada nova Assembleia Geral para proceder à nova eleição.

Diante dessa regra, adotada por algumas companhias listadas, a BMFBOVESPA recomenda a adoção de mecanismos de governança que permitam a reposição tempestiva de cargos vagos no Conselho de Administração, evitando-se, assim, que o órgão seja composto por número de membros inferior ao exigido pela lei societária e pelos Regulamentos de Listagem.

Dessa maneira, o estatuto social da companhia poderia estabelecer a possibilidade de eleição de suplentes dos conselheiros ou, ainda, em caso de vacância, prazo para a convocação de Assembleia Geral competente para a eleição de novo administrador. Alternativamente, o estatuto social poderia prever substituto provisório, nos termos do artigo 150 da Lei nº 6.404/76, eleito pelos membros do Conselho de Administração ou escolhido pelo Presidente do referido órgão, até a escolha definitiva de um novo titular por Assembleia Geral extraordinária, cujo prazo para convocação deverá constar do Estatuto Social.

O prazo de gestão também deverá ser estabelecido no estatuto social, observado o máximo de três anos, sendo permitida a reeleição⁵³⁵. Já para as companhias listadas no Novo Mercado, Nível 2 ou Nível 1, o mandato deverá observar o prazo máximo de dois anos, também admitida a reeleição.

Não há qualquer vedação legal para que o estatuto estabeleça o escalonamento dos prazos de gestão, i.e., a renovação parcial do conselho em cada Assembleia. Não obstante, como anota CARVALHOSA, considerando que referida cláusula estatutária exclui o direito da minoria de eleger membros do Conselho de Administração por meio do voto múltiplo⁵³⁶, deverá ser considerada nula⁵³⁷.

A eleição dos administradores deve se dar pela Assembleia Geral, que tem, também, competência para destituí-los. A matéria não está prevista no rol do artigo 140 da Lei nº 6.404/76, que traz as matérias que devem constar de previsão estatutária, mas é útil que o estatuto social detalhe o procedimento adotado para a eleição dos membros do Conselho⁵³⁸, já bem regulamentado pela Lei.

Com efeito, o desenho das regras para a eleição de administradores busca garantir a representatividade dos acionistas minoritários no Conselho⁵³⁹ através da adoção de mecanismos como a eleição em separado de membro do conselho por acionistas ordinaristas que representem mais de 15% (quize por cento) do total do capital

⁵³⁵ O IBGC (item 2.7 do Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa) recomenda que não se permita mais de uma reeleição, sob pena de redução da possibilidade de renovação do Conselho de Administração e, ainda, de redução da independência do conselheiro.

⁵³⁶ CARVALHOSA. *Comentários...*, v. 3, p. 162.

⁵³⁷ Segundo EIZIRIK, “a destituição de qualquer conselheiro provoca a de todos os demais; a regra objetiva assegurar a eficácia da representação proporcional no conselho, evitando que o controlador, pela destituição do conselheiro eleito pelos minoritários, possa inviabilizar a proteção que lhes é conferida pelo sistema do voto múltiplo” (*A lei das S.A.*..., v. 2, p. 282).

⁵³⁸ LEÃO JR.. Ob. cit., p. 1063. Segundo o autor, a ordem das votações deve ser a seguinte: (i) votação em separado das ações preferenciais com direito de voto conferido nos termos do artigo 18; (ii) votações em separado pelos ordinaristas e preferencialistas minoritários; (iii) se não houver eleição de representantes das minorias, será efetuada a eleição em separado pela acumulação de votos dos acionistas minoritários ordinaristas e preferencialistas, nos termos do parágrafo 5º do artigo 141; e, por fim, (iv) eleição dos membros restante do Conselho de Administração pelo processo de voto múltiplo.

⁵³⁹ Sobre a eleição de conselheiro pelos minoritários vide: CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação dos membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge. Ob. cit. e PARENTE, Norma Jonssen. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 131, jul.-set., 2003, p. 148-152.

votante ou por acionistas preferencialistas que representem mais de 10% (dez por cento) do capital social⁵⁴⁰, garantindo, contudo, a indicação da maioria dos membros pelo acionista que detiver mais da metade do capital social. Adicionalmente, existe a previsão de eleição pelo voto múltiplo⁵⁴¹, detalhadamente regulamentado na lei societária.

O procedimento do voto múltiplo, adaptado do direito norte-americano, visa a possibilitar que as minorias elejam seu representante por meio da distribuição dos votos ou concentração deles em um único candidato. Assim, enquanto os acionistas minoritários podem concentrar todos os seus votos em candidato único, o acionista controlador acaba tendo que distribuir seus votos entre vários candidatos a fim de eleger a maioria dos conselheiros⁵⁴².

Não obstante, deixa-se ao empresário a autonomia para definir o processo de escrutínio que será adotado, que poderá ser uninominal ou por chapa⁵⁴³. Nesta, o voto é dado a uma relação de candidatos para os cargos a serem preenchidos, possibilitando a formação de um grupo que trabalhe em harmonia⁵⁴⁴, mas dificultando uma maior representação dos acionistas minoritários⁵⁴⁵.

Além da representatividade dos acionistas minoritários, a Lei 10.303/01, que visava a implantar, na lei societária, boas práticas de governança corporativa, passou a prever a possibilidade de eleição de representante dos empregados, mediante previsão no

⁵⁴⁰ Conforme decisão do Colegiado da CVM no Processo RJ 2005/5664, a regra da eleição em separado, prevista no parágrafo 5º do artigo 141 da Lei 6.404/76 se aplica mesmo na hipótese do capital social ser composto apenas por ações ordinárias, sendo que, nessa hipótese, os acionistas titulares de 10% (dez por cento) das ações poderiam eleger um membro do conselho de administração em separado, bem como o seu respectivo suplente (Processo Administrativo CVM nº 2005/5664. Opportunity Fund. Diretor Relator Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Julgado em 17 dez. 2013).

⁵⁴¹ Caso o estatuto social contenha previsão expressa sobre a adoção do processo de voto múltiplo, ele será obrigatório em todas as eleições dos membros do Conselho de Administração; caso o estatuto social seja silente, a obrigatoriedade somente se verificará diante de requisição de acionistas que sejam titulares de 10% (dez por cento) do capital social, ou seja, por acionistas que detenham posição acionária em até 48 (quarenta e oito) horas da realização da assembleia.

⁵⁴² EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.2, p. 279.

⁵⁴³ Se omissa o estatuto, a mesa da assembleia geral definirá a modalidade a ser adotada.

⁵⁴⁴ LEÃO JR.. Ob. cit., p. 1038.

⁵⁴⁵ Neste ponto importante notar que o tratamento dado à chapa indicada pelo Conselho de Administração deve ser o mesmo àquela indicada por outros administradores. Nesse sentido, questionável o disposto no estatuto social da Iochpe Maxion S.A., que estabelece que a chapa indicada pelo Conselho de Administração será divulgada pela rede mundial de computadores e pelo Sistema IPE, enquanto a proposta de chapa indicada por outros acionistas será enviada à companhia que, até oito dias antes da data da Assembleia, publicará aviso, por meio de seu site, informando o local em que os acionistas poderão obter cópia das propostas de chapas apresentadas..

estatuto social⁵⁴⁶. Vale notar que, com a promulgação da Lei nº 12.353/10, isso deixa de ser uma faculdade e passa a ser uma obrigação para as sociedades de economia mista, subsidiárias e controladas e demais empresas em que a União detenha, direta ou indiretamente, a maioria do capital social com direito a voto.

Estatutariamente, merecem relevância, ainda, as determinações dos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e Nível 2 quanto à composição do Conselho de Administração⁵⁴⁷. A fim de garantir que a companhia tenha um órgão capaz de propiciar a criação de um ambiente de discussões e debates caracterizado pela diversidade de experiências e qualificações, os Regulamentos de Listagem exigem que os Conselhos de Administração das companhias listadas nos respectivos segmentos contem com, no mínimo, cinco membros, sendo ao menos 20% (vinte por cento) independentes⁵⁴⁸⁻⁵⁴⁹.

Quanto à forma de funcionamento do Conselho de Administração, deve o estatuto, como visto, prever normas sobre convocação, instalação e funcionamento.

Especificamente no que se refere às normas sobre convocação, anota EIZIRIK que devem seguir disciplina semelhante à da Assembleia Geral, “uma vez que os conselheiros, da mesma forma que os acionistas, necessitam de informação prévia

⁵⁴⁶ Referida sugestão evidencia o papel do direito societário na implementação de políticas públicas, que visem a outros valores consagrados no ordenamento jurídico, em especial os constitucionais (MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea...*, p. 27; SALOMAO FILHO, Calixto. *O novo direito...*, p. 101).

⁵⁴⁷ Em relação às determinações da BM&FBOVESPA, vale notar que não ficam somente adstritas aos Regulamentos de Listagem. As regras relacionadas ao Conselho de Administração fazem parte das cláusulas mínimas, que devem ser previstas nos estatutos sociais das companhias, ensejando, assim, não somente o *enforcement* pela BM&FBOVESPA, mas também pela CVM.

⁵⁴⁸ Nos termos dos Regulamentos de Listagem, o conselheiro independente caracteriza-se por (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação no capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos três anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas dessa restrição); (iii) não ter sido, nos últimos três anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia; (iv) não ser fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (v) não ser funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência; (vi) não ser cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia; e (vii) não receber outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).

⁵⁴⁹ Vale recordar que, na reforma dos Regulamentos de Listagem de 2010, tentou-se ampliar esse percentual para 30% (trinta por cento). No entanto, a sugestão não foi acatada pelas companhias listadas nos respectivos segmentos.

sobre as matérias que deverão deliberar”⁵⁵⁰. Assim, ainda que a lei societária dê liberdade para que o empresário regule a matéria, impõe-se a razoabilidade para permitir uma ampla participação dos conselheiros e, ainda, que as decisões tomadas sejam plenamente informadas.

As deliberações deverão ser por maioria, podendo o estatuto social prever matérias em que a deliberação se dê por quorum qualificado⁵⁵¹, mas vedando-se a previsão de quorum qualificado de instalação⁵⁵².

Quanto às competências do órgão, são fixadas pela lei de acordo com a natureza de órgão de deliberação. Assim, os estatutos sociais das companhias prevêm, necessariamente, a competência do Conselho de Administração para (i) fixar a orientação geral dos negócios da companhia; (ii) eleger e destituir os diretores da companhia e fixar-lhes as atribuições, observado o que a respeito dispuser o estatuto; (iii) fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos; (iv) convocar a Assembleia Geral ordinária ou, quando julgar conveniente, extraordinária; (v) manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da Diretoria; (vi) manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir; (vii) deliberar, quando autorizado pelo estatuto, sobre a emissão de ações ou de bônus de subscrição; (viii) autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros; (ix) escolher e destituir os auditores independentes, que, nas companhias abertas, devem, obrigatoriamente, auditar as

⁵⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v. 2, p. 267.

⁵⁵¹ Para CARVALHOSA, a possibilidade de previsão de matérias que demandem deliberação com quorum qualificado é extremamente restrita. Assim, em razão da necessidade de tomada de decisões de forma dinâmica, não é admitido o quorum qualificado para a deliberação de matérias atinentes ao dia-a-dia societário ou ainda, de decisões estratégicas próprias do órgão. Assim, “somente podem ser objeto de deliberação por quorum qualificado as matérias que alterem a estrutura jurídica ou patrimonial da sociedade, tais como incorporação, fusão, cisão e mesmo transformação da forma societária, se estatutariamente prevista (artigo 221) ou a alteração do seu objeto social. Ou, sentão, a liquidação da companhia ou sua integração em grupo de sociedade ou a constituição de subsidiária integral” (*Comentários...*, v. 3, p. 101). No mesmo sentido, EIZIRIK: “a faculdade estatutária deve ser entendida de forma restritiva, para evitar-se o bloqueio da minoria dos conselheiros sobre o processo decisório e o consequente estabelecimento de contínuo impasse nos negócios sociais. Assim, somente matérias de organização societária, que alterem a estrutura societária ou empresarial, podem, em princípio, demandar quorum qualificado como são: incorporação, incorporação de ações, fusão, cisão e transformação da forma societária” (*A lei das S.A....*, v. 2, p. 273).

⁵⁵² *A lei das S.A....*, v. 2, p. 273.

demonstrações financeiras; (x) fixar o preço de emissão das ações, conforme delegação (autorizada por lei) da Assembleia Geral; (xi) aprovar a lista de peritos ou empresas especializadas a ser indicada à Assembleia Geral para determinação do valor do reembolso; (xii) deliberar sobre a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações e sem garantia real, conforme delegação (autorizada por lei) da Assembleia Geral; (xiii) autorizar a realização de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados e da comunidade, considerando as responsabilidades sociais da companhia; e, ainda, (xiv) nomear e destituir o liquidante, caso o órgão continue em funcionamento durante a liquidação.

Também em relação às competências, os Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 impõem obrigações adicionais, exigindo a adoção de cláusulas mínimas. Compete, assim, ao Conselho de Administração, manifestar-se favorável ou contrariamente a respeito de qualquer oferta pública de aquisição de ações que tenha por objeto as ações de emissão da companhia, por meio de parecer prévio fundamentado, divulgado em até 15 (quinze) dias da publicação do edital da oferta pública de aquisição de ações, e, ainda, definir a lista tríplice de instituições ou empresas especializadas para a elaboração de laudo de avaliação das ações de emissão da companhia na hipótese de cancelamento de registro ou deslistagem.

Por fim, apesar do rol de matérias acima referido, o empresário tem autonomia para atribuir outras competências ao Conselho de Administração, desde que não haja qualquer violação às competências dos outros órgãos societários.

C. Diretoria

Diferentemente do Conselho de Administração, a Diretoria, de instituição obrigatória nas companhias, é órgão executivo cujos membros têm poderes de representação e exercem, em regra, suas funções individualmente⁵⁵³. É, nos dizeres de PONTES DE MIRANDA, órgão que “presenta” a companhia, estabelecendo com ela

⁵⁵³ Não se olvide, contudo, a possibilidade de previsão estatutária de que determinadas decisões sejam tomadas em reunião da diretoria, conforme parágrafo 2º do artigo 143 da lei societária. Ainda nesse caso, contudo, a decisão não será considerada colegial, pois “o poder de executá-la é individual daquele diretor que o estatuto, para tanto, designou” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 205).

uma relação orgânica, e não órgão que a representa, substituindo-a como um mandatário⁵⁵⁴.

Também em relação à Diretoria predomina a autonomia privada no estabelecimento da composição e da forma de funcionamento do órgão, sendo que o estatuto social deverá prever (i) o número de diretores (ou o máximo e o mínimo permitidos); (ii) o modo de sua substituição; (iii) o prazo de gestão, que não poderá ser superior a três anos, sendo permitida a reeleição, que poderá ocorrer de forma ilimitada; e, por fim, (iv) as atribuições e poderes de cada diretor.

Quanto ao número de diretores (ou o máximo e o mínimo permitidos), deve-se buscar uma adequação ao tamanho e ao porte da companhia, determinando a lei apenas que se observe o número mínimo de dois diretores.

Já quanto ao modo de substituição dos diretores, deve-se observar que cabe ao órgão que elege os diretores promover sua substituição.

Quanto à eleição, a lei societária estabelece que a competência para a eleição dos diretores é do Conselho de Administração; na hipótese de inexistência do referido órgão (o que não ocorre nas companhias abertas) caberá à Assembleia Geral nomeá-los. Também esta é competência de caráter exclusivo, sendo nula a regra estatutária que dispuser em contrário.

Nessa matéria, merece destaque o fato de as atribuições e poderes de cada diretor serem individuais, devendo o estatuto social estabelecê-los dessa forma. Caso seja necessário, o Conselho de Administração poderá suprir a omissão do estatuto, complementá-lo, ou, ainda, discriminar suas disposições.

Existe, também, restrição à autonomia privada por norma da CVM. Nos termos do artigo 44 da Instrução CVM nº 480/09, a companhia deverá atribuir a um diretor estatutário a função de Diretor de Relações com Investidores, o qual será responsável pela prestação de todas as informações exigidas pela legislação e regulamentação do mercado de valores mobiliários.

⁵⁵⁴ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de direito privado, t. I. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais 1954, §75, p. 286.

D. Conselho Fiscal

O Conselho Fiscal é órgão colegiado de fiscalização da companhia, competente – de forma exclusiva – para supervisionar os atos dos administradores e o cumprimento dos deveres legais e estatutários, por meio do controle e da fiscalização das contas dos administradores e da contabilidade social⁵⁵⁵, garantindo, que os acionistas possam exercer seu direito essencial de fiscalizar os órgãos sociais. É órgão auxiliar na Assembleia Geral, estando sujeito ao poder hierárquico do referido órgão⁵⁵⁶.

Em vista do cenário em que a função do órgão é esvaziada, com a eleição de seus membros pelos mesmos acionistas que elegeram os administradores, mas considerando a sua importância para a proteção dos acionistas dissidentes e daqueles que tenham eleito membros do conselho em separado, deixou-se a liberdade ao empresário para determinar, por meio de previsão estatutária, se o órgão funcionará permanentemente ou se só funcionará quando a pedido dos acionistas nos termos da lei⁵⁵⁷⁻⁵⁵⁸. Não obstante, o referido órgão é obrigatório, devendo sempre estar previsto no estatuto social⁵⁵⁹.

Para impedir que o órgão seja estruturado de modo a tornar ineficazes os esforços dos acionistas minoritários na fiscalização da companhia, a lei societária estabeleceu requisitos de competência para o exercício do cargo. Mas não só. A despeito de se deixar ao estatuto social o tratamento do funcionamento do Conselho Fiscal, os artigos 161 e seguintes da lei societária trazem regras aplicáveis à instalação, funcionamento, composição, requisitos e remuneração⁵⁶⁰, que não podem ser contrariadas pelo estatuto social.

Caso o órgão não seja de funcionamento permanente, sua instalação dependerá de deliberação da Assembleia Geral a pedido de acionistas que representem,

⁵⁵⁵ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 508.

⁵⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 1267.

⁵⁵⁷ Vale notar que, nas companhias de economia mista, o funcionamento do órgão deverá ser permanente.

⁵⁵⁸ BRASIL. Lei nº 6.404/76 de 15 dezembro de 1976. Exposição de Motivos. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 03 dez. 2013.

⁵⁵⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 499.

⁵⁶⁰ Em razão do escopo do presente trabalho, essas normas não serão analisadas, pois não se visualiza efeito direto sobre os estatutos sociais das companhias. Basta, apenas, notar que o regime aplicável ao Conselho Fiscal é rígido, em vista das funções do órgão.

no mínimo, 10% (dez por cento) das ações com direito a voto ou 5% (cinco por cento) das ações sem direito a voto. Vale notar que, para se garantir a instalação do Conselho Fiscal, o pedido de funcionamento poderá ser formulado em qualquer Assembleia Geral, ainda que a matéria não conste do anúncio de convocação.

Quanto ao número de membros, considerando a necessária representatividade dos preferencialistas e dos minoritários e a necessária maioria dos membros representando a maioria da Assembleia Geral (ou seja, o acionista controlador), a lei societária prevê que o órgão será composto de três (mínimo) a cinco (máximo), a depender da existência de ações preferenciais⁵⁶¹⁻⁵⁶². Nesse sentido, a previsão estatutária é meramente formal, pois não poderá contrariar a lei.

Por fim, relativamente à competência do órgão, são indelegáveis e limitadas ao exercício social para o qual é eleito, podendo ser resumidas em (i) fiscalizar os atos dos administradores; (ii) opinar sobre documentos ou propostas de deliberação a serem submetidas à Assembleia Geral; (iii) examinar as demonstrações financeiras do exercício social e sobre elas opinar; (iv) convocar Assembleia Geral ordinária se os órgãos da administração retardarem por mais de um mês a convocação, e Assembleia Geral extraordinária sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes; e, por fim, (v) fornecer ao acionista (ou grupo de acionistas) que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social, sempre que solicitadas, informações sobre matérias de sua competência.

E. Outros órgãos estatutários

Garante a lei autonomia privada para o estabelecimento de outros órgãos estatutários que tenham funções técnicas ou, ainda, que sejam destinados a aconselhar os administradores.

⁵⁶¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das companhias...*, v. I, p. 1270. Vale notar que a regra aplicável ao número de membros do Conselho Fiscal é dispositivo cogente, que não pode ser derogado pelo estatuto social.

⁵⁶² A maioria de representantes dos acionistas controladores no Conselho Fiscal decorre da necessidade de se afastar a possibilidade de “ditadura da minoria” e do “exercício de pressões ilegítimas por parte de acionistas que poderiam sobrepor seus interesses particulares aos da companhia” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v.3, p. 500-501).

Deve-se notar, contudo, que caso referidos órgãos sejam previstos no estatuto social das companhias, as regras sobre deveres e responsabilidades dos administradores se aplicarão a eles, nos termos do artigo 160 da lei societária, e suas atribuições serão indelegáveis⁵⁶³.

Merece relevo, neste ponto, a questão dos Comitês de Auditoria, que devem estar, obrigatoriamente presentes nas instituições financeiras, conforme determinação do BACEN (Resolução CMN nº 3.198/04, conforme alterada).

Com efeito, diante da importância do órgão em relação à gestão de riscos, e à comunicação entre o Conselho de Administração, os auditores e os acionistas da companhia, a CVM passou a estimular a adoção de Comitês de Auditoria Estatutários, prevendo, na Instrução CVM nº 308/99, alterada pela Instrução CVM nº 509/11, que as companhias que adotarem Comitês de Auditoria Estatutários, em conformidade com suas regras poderão contratar auditor independente para a prestação de serviços de auditoria por até dez anos consecutivos, e não mais por cinco anos, conforme determina a Instrução.

O Comitê de Auditoria constituído nos termos da Instrução CVM 308/99 tem competência para (i) opinar sobre contratação e destituição do auditor independente (auditoria externa); (ii) supervisionar as atividades dos auditores independentes (independência, qualidade e adequação dos serviços), da área de controles internos, da área de auditoria interna, da área de elaboração de demonstrações financeiras; (iii) monitorar a qualidade e integridade dos mecanismos de controles internos, das demonstrações financeiras (inclusive trimestrais e intermediárias), das informações e medições divulgadas com base em dados contábeis ajustados e em dados não contábeis que acrescentem elementos não previstos na estrutura dos relatórios usuais das demonstrações financeiras; (iv) avaliar e monitorar exposições de risco da companhia, podendo, inclusive, requerer informações detalhadas de políticas e procedimentos relacionados com a remuneração da administração, a utilização de ativos da companhia e as despesas incorridas em nome da companhia; (v) avaliar e monitorar: a adequação das transações com partes relacionadas⁵⁶⁴; e, por fim, elaborar relatório anual com

⁵⁶³ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A.*, v. 2, p. 418.

⁵⁶⁴ Art. 31-D Compete ao CAE:

informações sobre sua atividade (atividades, resultados, conclusões e recomendações) e divergências entre administração, auditoria independente e CAE.

Nos EUA, a ocorrência, a partir do ano 2000, de diversos escândalos corporativos envolvendo, entre outras, as companhias Enron e WorldCom, ensejou a promulgação do *Sarbanes-Oxley Act* de 2002, com o objetivo comum de aperfeiçoar o processo de *disclosure* das informações financeiras e, com isso, trazer maior credibilidade para os mercados em que as companhias operam. Dentre as obrigações nele previstas, está a instituição de Comitê de Auditoria ou órgão equivalente.

Assim, as companhias brasileiras emissoras de *American Depositary Receipt* – ADRs, valores mobiliários listados nas bolsas norte-americanas, acabaram tendo de se adaptar ao regime do *Sarbanes-Oxley Act*. Daí a criação dos chamados Conselhos Fiscais Turbinados, órgão criado nos moldes da lei brasileira que assumem as funções do Comitê de Auditoria⁵⁶⁵.

Em razão da importância da prática para a governança corporativa, a BM&FBOVESPA tentou, na reforma dos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, implementar a exigência de que as companhias listadas instalassem Comitê de Auditoria, composto por no mínimo três membros, eleitos pelo Conselho de Administração, sendo, no mínimo, um Conselheiro Independente. No entanto, a proposta recebeu 61 (sessenta e um) votos contrários de companhias listadas no Novo Mercado, sete votos contrários de companhias listadas no Nível 2 e, por fim, 21 (vinte e um) votos contrários de companhias listadas no Nível 1.

IV.5.4 Exercício social e distribuição de lucros

É característica essencial das sociedades anônimas a finalidade lucrativa. É, aliás, a própria causa do contrato de sociedade: “ao constituírem uma companhia, os

V – avaliar e monitorar, juntamente com a administração e a área de auditoria interna, a adequação das transações com partes relacionadas realizadas pela companhia e suas respectivas evidenciações.

⁵⁶⁵ Sobre o assunto, vide COMITÊS DE AUDITORIA no Brasil: melhores práticas de governança corporativa – o desafio continua. PricewaterhouseCoopers. 2007. 2ª ed. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/melhores-praticas-07.pdf>. Acesso em: 16 out. 2013.

acionistas obrigam-se a dotá-la de um patrimônio, formado, no primeiro momento, do capital aportado, o qual deve ser administrado de modo a produzir lucros”⁵⁶⁶.

Nesse sentido, a primeira limitação à autonomia privada decorre deste elemento caracterizador das companhias: não é possível dispor de forma distinta sobre a finalidade lucrativa da sociedade, podendo, até mesmo, haver a dissolução da sociedade caso ela não preencha o seu fim. Vale lembrar, ainda, que é direito essencial do acionista, nos termos do artigo 109 da lei societária, a participação nos lucros sociais.

Diversas são as definições de lucro, mas a ideia de todas elas é a mesma: a ideia de ganho⁵⁶⁷. É, assim, o resultado positivo da atividade econômica, podendo decorrer da exploração do objeto social ou de ato não diretamente a ele relacionado⁵⁶⁸.

Outra limitação à autonomia privada é quanto ao próprio lucro a ser distribuído. Isso porque a distribuição de dividendos depende da existência de lucros líquidos, sendo dividido, na verdade, o lucro remanescente depois da distribuição de prejuízos acumulados, do imposto de renda e de todas as modalidades de participação no lucro a que tenham direito os debenturistas, empregados, administradores e titulares de partes beneficiárias (se companhias fechadas), conforme artigos 190 e 201 da lei societária.

Adicionalmente, há algumas deduções determinadas pela lei societária, limitando-se a autonomia privada do empresário também em se distribuir o lucro líquido em sua totalidade.

Assim, o saldo remanescente será destinado à constituição de reservas, conforme estabelecido nos artigos 193 a 200 da Lei nº 6.404/76, sendo algumas determinadas pela própria lei e outras constituídas pelo empresário, por meio de previsão no estatuto social.

Esse cálculo – o levantamento das contas e a apuração do resultado da companhia, por meio da elaboração das demonstrações contábeis – deve ser realizado ao

⁵⁶⁶ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 18.

⁵⁶⁷ Segundo Bruno ROBERT, “Lucro é o resultado positivo gerado a partir da exploração de determinado montante. É a diferença entre o final obtido e o valor inicial investido. É a diferença entre os custos e os benefícios” (ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/As – Apuração, Declaração e Pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 29).

⁵⁶⁸ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 17.

término de cada exercício social, cuja data deve ser fixada no estatuto social, devendo, a companhia, após, no máximo, quatro meses do encerramento do período, realizar Assembleia Geral ordinária para tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações contábeis, deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício e a distribuição de dividendos.

Deve, assim, o cálculo, assim como o estatuto social, obedecer às disposições da lei societária, que adotou normas rígidas para garantir a integridade do capital social, evitando que sejam aprovadas distribuições aos acionistas em seu prejuízo.

Em primeiro lugar, deduz-se do resultado do exercício a participação devida aos debenturistas, se houver. Em seguida, os prejuízos acumulados e a provisão para o Imposto de Renda (e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido), observado que, no caso de o exercício ter apresentado prejuízo, deverá haver sua absorção, em razão do princípio da intangibilidade do capital social, pelos lucros acumulados, pelas reservas de lucros e pela reserva legal, nessa ordem.

Após essas deduções, poderá haver pagamento de participação a empregados⁵⁶⁹, administradores e partes beneficiárias (não aplicáveis no caso das companhias abertas), necessariamente nessa ordem. Essas participações são facultativas, mas devem estar detalhadamente previstas no estatuto social, de modo a se evitar “uma sangria nos lucros da sociedade” e a submissão dos acionistas à arbitrariedade da administração⁵⁷⁰. Vale notar, contudo, que no caso da participação da administração, a lei societária estabelece limites. Assim, conforme estabelecido no artigo 152 da lei societária, só poderá haver participação dos administradores nos lucros quando o estatuto social fixar dividendo obrigatório em 25% (vinte e cinco por cento) ou mais do lucro líquido e o pagamento só ocorrerá no exercício social em que for efetivamente atribuído aos acionistas o dividendo obrigatório. Adicionalmente, essa participação não poderá ultrapassar a remuneração anual dos administradores nem 10% (dez por cento) dos lucros, o que for menor.

⁵⁶⁹ Segundo EIZIRIK, embora não prevista na lei, a contribuição para o fundo de previdência privada ou assistência dos empregados é uma das destinações do resultado da companhia e também deve ser fixada no estatuto social, junto com a participação dos empregados (EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 28).

⁵⁷⁰ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 27.

Do saldo, 5% (cinco por cento) do lucro líquido deverá ser aplicado na constituição de reserva legal, que não pode exceder 20% (vinte por cento) do capital social, sob pena de prejuízo dos acionistas minoritários no que se refere ao seu direito de recebimento de dividendo. Referida reserva, obrigatória pela lei societária, visa a tutelar os terceiros que transacionam com a companhia, que não podem ser prejudicados pela distribuição indiscriminada de lucros. Segundo EIZIRIK, trata-se de “um reforço do capital, funcionando como uma ‘margem de segurança’, destinada a evitar que eventuais perdas em exercícios posteriores tenham que ser necessariamente absorvidas pelo capital, o que tornaria a garantia dos credores mais vulnerável”⁵⁷¹.

Do resultado posterior à constituição da reserva legal, são efetuados os primeiros pagamentos de dividendos: os fixos ou mínimos das ações preferenciais que tenham prioridade no recebimento de dividendos, incluindo-se os valores atrasados, se cumulativos, conforme artigo 203 da lei societária.

O saldo remanescente, então, poderá ser utilizado para a constituição de reserva para contingências e reserva de lucros a realizar, que, por decorrerem de deliberação assemblear, não precisarão estar previstas no estatuto social da companhia. Aquela, “visa a segregar lucros que seriam distribuídos como dividendos, para cobrir perda ou prejuízo ainda não efetivamente incorrido, mas cuja ocorrência se fundamenta em razões justificadas”⁵⁷². A reserva de lucros a realizar, por sua vez, evita “que a companhia seja obrigada a pagar dividendo obrigatório em montante superior ao valor do lucro líquido do exercício realizado em moeda”⁵⁷³. Evita, também, a possibilidade de prejuízos financeiros para a companhia, que, por adotar o regime contábil de competência, poderia não ter disponibilidade financeira para a distribuição. Assim, poderá ser pago somente o dividendo realizado, registrando-se a diferença na reserva de lucros a realizar.

O saldo para as reservas para contingências e de lucros a realizar não está sujeito ao limite do capital social, estabelecido para os saldos das reservas de lucros,

⁵⁷¹ *A lei das S.A....*, v.3, p. 46.

⁵⁷² EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 55.

⁵⁷³ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 67.

mas, tendo em vista que prejudica o dividendo obrigatório, deve ser fundamentada, recomendando-se parecer de auditor independente ou outro profissional especializado⁵⁷⁴.

Após essas destinações, deverá ser pago o dividendo obrigatório – direito essencial do acionista, qualquer que seja a classe de ações detidas –, se a situação financeira da companhia permitir. Assim, o pagamento do dividendo mínimo obrigatório “constitui a quitação de uma obrigação por parte da companhia, cujo cumprimento os acionistas têm o direito de exigir”⁵⁷⁵.

A lei societária consagra a obrigatoriedade da distribuição de dividendos, deixando, contudo, ao empresário, a liberdade em fixá-lo estatutariamente, desde que o faça de forma precisa e minuciosa, afastando, assim, a discricionariedade dos administradores e acionistas controladores. Caso não haja previsão estatutária, os acionistas terão o direito ao dividendo obrigatório de 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido ajustado pela importância destinada (i) à constituição da reserva legal; (ii) à formação da reserva para contingências; e (iii) à reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores.

Vale notar que essa é a forma de cálculo do dividendo mínimo obrigatório, não havendo qualquer impedimento para a distribuição de valor excedente.

A fim de tutelar o direito dos acionistas ao recebimento dos dividendos, a lei societária cria entraves para a alteração do estatuto social no que se refere ao critério de cálculo do dividendo obrigatório, o qual não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado.

Distribuídos os dividendos obrigatórios, poderão ser destinadas as sobras para as reservas estatutárias, ou, ainda, poderão tais sobras serem retidas, nos termos de orçamento de capital previamente aprovado pela Assembleia Geral.

A criação de reservas estatutárias garante à companhia a utilização do lucro líquido de acordo com seus interesses, garantindo, contudo, a clareza e previsibilidade de retenção desses lucros. Assim, deve haver clara previsão no estatuto social para a sua constituição, devendo, assim, ser (i) indicada, de forma clara e precisa, a sua finalidade,

⁵⁷⁴ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 55.

⁵⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 94.

sendo vedada a criação de reservas estatutárias com objetivos amplos, vagos ou indeterminados; (ii) fixados os critérios para determinar a parcela anual dos lucros líquidos que serão destinados à sua constituição, recomendando-se que seja estabelecido percentual fixo do lucro do exercício, que será automaticamente destinado para a reserva estatutária⁵⁷⁶; e, por fim, (iii) estabelecido o limite máximo da reserva estatutária⁵⁷⁷, que não poderá ultrapassar o capital social, sob pena de evitar a acumulação excessiva e desnecessária de reservas lucros e de prejudicar o direito dos acionistas de participar dos lucros sociais.

Adicionalmente, não se olvide que a criação das reservas estatutárias deverá observar o disposto na lei quanto aos limites e princípios para a destinação dos resultados, ou ainda, quando o saldo de reservas de lucros exceder o capital social.

Além das reservas estatutárias – reservas de lucros, assim como a reserva legal, a reserva para contingências, a reserva de lucros a realizar, ou a retenção de lucros – existem também as reservas de capital, de constituição não obrigatória. Nestas, o lucro auferido não distribuído aos acionistas é retido, e fica destinado a atender finalidades específicas, previstas na própria lei societária. Sua formação se dá por recursos que são recebidos pela companhia mas que não transitam pela conta de resultados, como, por exemplo, o ágio na emissão de ações ou o produto na alienação de partes beneficiárias (só para companhias fechadas) e de bônus de subscrição.

Após as referidas destinações, o saldo do lucro líquido do exercício que ainda remanescer deve, obrigatoriamente, ser distribuído como dividendo, nos termos do parágrafo 6º do artigo 202⁵⁷⁸.

⁵⁷⁶ EIZIRIK, Nelson. *A lei das S.A....*, v.3, p. 51

⁵⁷⁷ É comum, contudo, companhias que não indicam, de modo claro e preciso, a finalidade da reserva estatutária, bem como que não determinam os critérios para definição da parcela devida. Assim, por exemplo, o estatuto social da Brasil-Agro S.A.: “Art. 36. Alínea “c”. A parcela remanescente do lucro líquido ajustado poderá ser destinada à Reserva para Investimento e Expansão, com base em orçamento de capital aprovado pela Assembleia Geral, na forma prevista no Artigo 196 da Lei das Sociedades por Ações”.

⁵⁷⁸ Muitas companhias contrariam, em seus estatutos sociais, este dispositivo. Dentre elas, a GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A.: “Art. 26. O saldo remanescente terá a destinação que lhe for atribuída pelo Conselho de Administração, no pressuposto da aprovação pela Assembleia Geral e caso esta não delibere diversamente”.

IV.5.5 Alienação de Controle, Deslistagem e Cancelamento de Registro de Companhia Aberta

Não obstante não exista qualquer dispositivo legal ou regulamentar que determine a previsão, no estatuto social das companhias, de regras aplicáveis à alienação de controle e ao cancelamento de registro de companhia aberta, a relevância da proteção dos acionistas minoritários acabou por fazer com que o tema fosse tratado de forma detalhada pela legislação e regulamentação em vigor, especialmente pela Instrução CVM nº 361/02.

Esses eventos extraordinários afetam sobremaneira o cenário no qual os acionistas tomaram sua decisão de investimento em determinada companhia. Assim, caso o empresário opte por prever, em seu estatuto social, quaisquer disposições sobre o tema, deverá, necessariamente, observar o disposto na legislação e regulamentação em vigor.

Em vista da importância do tema para a tutela dos investidores (e, assim, para o desenvolvimento do mercado de capitais), a BM&FBOVESPA acabou por prever regime diferenciado para as operações de alienação de controle e cancelamento de registro de companhia aberta. Assim, as companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2, devem, necessariamente, observar o disposto nos respectivos Regulamentos de Listagem e, também por determinação dos referidos Regulamentos, prever, em seus estatutos sociais, cláusulas mínimas contendo as regras aplicáveis a essas situações.

No que se refere ao cancelamento de registro de companhia aberta, a decisão cabe aos próprios acionistas, que devem contrabalançar as vantagens de se ter acesso a recursos no mercado de capitais com os custos incorridos pela companhia na manutenção do referido registro. Não obstante, não se pode compelir que os acionistas minoritários continuem presos a uma companhia fechada, sendo necessário, assim, mecanismo para que as ações possam ser alienadas por valor conveniente⁵⁷⁹. Com esses fundamentos, a legislação em vigor determina que, em se decidindo pelo cancelamento do registro de

⁵⁷⁹ EIZIRIK, Nelson et all. Ob. cit., p. 585-586.

companhia aberta, seja realizada oferta pública de aquisição de ações, pelo acionista controlador ou pela própria companhia, por “preço justo”⁵⁸⁰.

Os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 vão além⁵⁸¹: determinam que referida oferta pública deverá ser realizada pelo Valor Econômico⁵⁸² e que deverá ser elaborado laudo de avaliação por instituição ou empresa especializada, com experiência comprovada e independência quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores, e acionista controlador, satisfazendo os requisitos do parágrafo 1º do artigo 8º da lei societária, contendo as responsabilidades previstas pelo mesmo artigo.

Adicionalmente, referidos Regulamentos determinam que o avaliador deverá ser escolhido pela Assembleia Geral, a partir de lista tríplice apresentada pelo Conselho de Administração, sendo que a decisão, não se computando os votos em branco, deverá se tomada pela maioria dos votos dos acionistas representantes das ações em circulação presentes na Assembleia, que se instalará, em primeira convocação, com a presença de acionistas que representem, no mínimo, 20% (vinte por cento) do total de ações em circulação, ou que, se instalada em segunda convocação, poderá contar com a presença de qualquer número de acionistas representantes das ações em circulação.

A atribuição de responsabilidade ao Conselho de Administração para a elaboração de lista tríplice funda-se no fato de que o órgão se pauta pelos deveres fiduciários (principalmente de lealdade e de diligência) e é munido de experiência e conhecimento em relação às empresas especializadas (por exemplo, tendo em vista àquelas com maior experiência no ramo de atuação da companhia), podendo, assim,

⁵⁸⁰ Nos termos da lei societária, o preço justo é “ao menos igual ao valor de avaliação da companhia, apurado com base nos critérios, adotados de forma isolada ou combinada, de patrimônio líquido contábil, de patrimônio líquido avaliado a preço de mercado, de fluxo de caixa descontado, de comparação por múltiplos, de cotação das ações no mercado de valores mobiliários, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, assegurada a revisão do valor da oferta” (BRASIL. Lei 6.404/76 de 15 dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades anônimas. Disponível em: www.presidencia.gov.br/legislacao. Acesso em: 03 dez. 2013).

⁵⁸¹ Vale notar que, dada a natureza dos Regulamentos de Listagem, os procedimentos e regras estabelecidos quanto às ofertas para cancelamento de registro não suprimem nem prejudicam o previsto na regulamentação em vigor. Assim, sem prejuízo dos mecanismos de escolha dos avaliadores estabelecido nos Regulamentos, é aplicável o procedimento de revisão do preço para estas ofertas previsto no artigo 4º-A da lei societária, conforme hipóteses e procedimentos previstos na referida lei.

⁵⁸² Nos termos dos referidos Regulamentos, Valor Econômico “significa o valor da Companhia e de suas ações que vier a ser determinado por empresa especializada, mediante a utilização de metodologia reconhecida ou com base em outro critério que venha a ser definido pela CVM”.

auxiliar, de forma efetiva, o processo de escolha dos avaliadores, indicando-os de forma imparcial e fundamentada.

Dessa forma, assegura-se aos acionistas (e também ao ofertante, seja ele a companhia, os acionistas controladores ou – na ausência de acionista controlador – outros acionistas responsáveis pela realização da oferta), a idoneidade da seleção dos avaliadores.

A escolha do avaliador em Assembleia Geral, por sua vez, busca assegurar que os próprios destinatários da oferta possam interferir no procedimento de seleção do avaliador, indicando aquele que julgarem o mais capacitado e apto para apuração do Valor Econômico.

No que se refere às regras para instauração e decisão assemblear, fundam-se no necessário estímulo à maior participação dos acionistas titulares de ações em circulação, conferindo maior legitimidade à deliberação, que poderá, até mesmo, optar por uma rejeição da lista, sendo o Conselho de Administração responsável por apresentar nova lista.

Também se entendeu necessária a criação de regras aplicáveis à saída das companhias dos segmentos especiais de listagem, pois, em razão do caráter voluntário da adesão aos segmentos especiais de listagem o acionista controlador tem poder para decidir promover a deslistagem da companhia, fazendo com que os acionistas minoritários, incapazes de se manifestar, percam o prêmio relativo ao nível diferenciado de governança corporativa.

Assim, é salutar que se impeça que a expectativa do investidor seja revertida por simples vontade dos acionistas controladores ou dos administradores da companhia, sendo imprescindível que os acionistas minoritários sejam protegidos por meio da possibilidade de alienação de suas ações por preço conveniente. Assim, os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 criaram, nas hipóteses de deslistagem, mecanismos de proteção dos titulares de ações em circulação a fim de contrabalançar direito do acionista controlador e dos acionistas minoritários.

Os referidos Regulamentos de Listagem, assim, estabelecem regras e procedimentos especiais, também cláusulas mínimas que as companhias listadas devem inserir em seus estatutos sociais, que conferem aos acionistas o direito de venderem suas ações, em oferta pública de aquisição de ações a ser realizada pelo acionista

controlador⁵⁸³, por um preço adequado nas hipóteses de saída (i) saída voluntária, seja para que os valores mobiliários de sua emissão passem a ter registro para negociação fora do segmento de listagem, seja em virtude de reorganização societária na qual a companhia resultante dessa reorganização não tenha seus valores mobiliários admitidos à negociação no segmento especial no prazo de 120 dias contados da data da Assembleia Geral que aprovou a referida operação; e (ii) saída compulsória, em razão de descumprimento de obrigações constantes dos Regulamentos de Listagem.

Vale notar que, não obstante referidas ofertas sejam obrigatórias pelos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2, são consideradas, para fins de aplicação da Instrução CVM nº 361/02, ofertas públicas voluntárias. Assim, salvo se envolverem permuta de valores mobiliários, não são sujeitas a registro e, conseqüentemente, não passam pelo crivo da Autarquia (salvo no que se refere às disposições gerais)⁵⁸⁴.

Assim, a saída do segmento de listagem deve ser previamente aprovada em Assembleia Geral, salvo nos casos de saída decorrente do cancelamento de registro de companhia aberta, acima analisados⁵⁸⁵, e ser comunicada à BM&FBOVESPA com antecedência de 30 (trinta) dias, ensejando a realização de oferta pública de aquisição de

⁵⁸³ A companhia só poderá ser ofertante nos casos de ofertas públicas decorrentes de cancelamento de registro. Nos outros casos, essa responsabilidade recai sobre o acionista controlador, ou, em sua ausência, por acionista indicado pela assembleia geral, salvo na hipótese de saída compulsória decorrente de descumprimento de obrigação do Regulamento de Listagem pela Assembleia Geral, quando os responsáveis serão aqueles que votaram sem observar as obrigações do referido Regulamento.

⁵⁸⁴ A CVM já se manifestou em duas oportunidades no sentido de tratar-se a oferta pública de deslistagem como ofertas públicas voluntárias. A Diretora Ana Novaes afirmou que, na hipótese de oferta para saída de segmento suceder oferta para cancelamento de registro, seria necessário o pagamento de eventual diferença de preço por força do artigo 14 da Instrução CVM nº 361/02, o que implica o reconhecimento de que referida oferta não seria obrigatória, por não estar submetida à exceção aplicável às ofertas que se estiver obrigado a fazer (Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/5652. Possibilidade de unificação de ofertas públicas de aquisição de ações que visem, cumulativamente, à saída de nível de listagem que assegura práticas diferenciadas de governança corporativa e ao cancelamento de registro de companhia aberta. Diretora Relatora Ana Dolores Novaes. Julgado em 06 nov. 2012). O Diretor Otavio Yazbek, por sua vez, no Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/14764, afirmou expressamente que referida oferta pública seria “essencialmente voluntária” (Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/14764. Aplicação das regras relativas à OPA por aumento de participação a uma OPA por alienação de controle cumulada com uma OPA para saída de nível. Diretor Relator Otavio Yazbek. Julgado em 30 jul. 2013)

⁵⁸⁵ Vale notar que não foi prevista a necessidade de aprovação, pela assembleia geral, do cancelamento do registro de companhia aberta, em razão de a Instrução CVM nº 361/02 determinar que, para o cancelamento de registro, deverá haver adesão à oferta pública de aquisição de ações decorrente do cancelamento de registro, de mais de 2/3 (dois terços) das ações em circulação. Não obstante, alguns estatutos sociais acabam por estender essa competência à assembleia geral.

ações⁵⁸⁶ pelo acionista controlador ou por acionista designado pela Assembleia que deliberou pela deslistagem, no mínimo, pelo valor econômico a ser apurado em laudo de avaliação, observadas as regras para apuração deste Valor Econômico, já explicitadas acima⁵⁸⁷.

Por fim, no caso das ofertas públicas de aquisição de controle, também não há obrigatoriedade legal de previsão estatutária das regras. Contudo, o tema merece atenção especial em vista dos impactos de sua regulamentação no desenvolvimento do mercado de capitais, conforme já analisado no capítulo III⁵⁸⁸.

A matéria é tratada no artigo 254-A da lei societária, que estabelece que o adquirente do controle acionário deve estender, aos acionistas minoritários, 80% (oitenta por cento) do preço pago ao alienante do bloco de controle.

Nem sempre foi assim. Em sua redação original, assegurava-se o tratamento igualitário aos acionistas minoritários e o acionista controlador, devendo a oferta pública de aquisição de ações ser realizada pelo mesmo preço pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Contudo, a Lei nº 9.457/97, promulgada no contexto das

⁵⁸⁶ Os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2 não preveem quorum de aceitação da OPA por parte dos acionistas para a efetivação da saída da companhia do Novo Mercado ou do Nível 2. As regras e os procedimentos especiais dos Regulamentos visam a garantir aos acionistas que o valor econômico será realmente ofertado e que eles participarão ativamente do processo de escolha do avaliador. Busca-se, assim, um equilíbrio entre o interesse do controlador e dos acionistas minoritários.

⁵⁸⁷ Merece nota o fato de que, nos casos dessas ofertas públicas, não se aplicam as regras relativas à OPA por aumento de participação segundo a qual não sendo atingida a aceitação por 2/3 das ações objeto da oferta, e havendo aceitação para venda de ações que representassem mais de 1/3 (um terço) das ações em circulação no mercado, deveria ser feito rateio entre os aceitantes da oferta, sendo adquirido somente 1/3 (um terço) das ações em circulação no mercado. Conforme CANTIDIANO, as regras aplicáveis à OPA por aumento de participação acabariam por fazer com que o acionista que não desejasse permanecer na companhia após a deslistagem remanescesse detendo suas ações em decorrência do rateio (CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Oferta pública para saída de Nível diferenciado de Governança Corporativa. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito empresarial* e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 179). Assim, nos termos do artigo 35 da Instrução CVM nº 361/02, a CVM poderá dispensar as exigências quanto ao limite mínimo e máximo de ações a serem adquiridas em OPA formulada por acionista controlador da companhia listada em segmento especial de governança corporativa desde que tais ofertas decorram de exigência do referido segmento especial de negociação em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, desde que referida oferta não implique no cancelamento de registro.

⁵⁸⁸ Para uma análise aprofundada do assunto, recomenda-se a leitura de CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979; BULGARELLI, Waldirio. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998; PRADO, Roberta Nioac. *Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S. A.: tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

privatizações, revogou a regra⁵⁸⁹, provocando uma enorme desconfiança dos investidores no mercado de capitais brasileiro. Posteriormente, quando a governança corporativa passou a ter posição de destaque, a Lei nº 10.303/01 restaurou parcialmente o antigo regime, tornando obrigatória a realização de OPA em decorrência de alienação de controle, mas estendendo somente o preço de 80% (oitenta por cento) às ações não integrantes do bloco de controle.

Tendo em vista o escopo do presente trabalho, o assunto não será analisado de forma aprofundada; contudo, é relevante anotar as razões que levaram à BM&FBOVESPA a implementar regras distintas, também mais rígidas, para os casos de alienação de controle.

A diferença entre o preço pago pelas ações do bloco de controle e as ações dos minoritários decorre da extração dos benefícios privados do controle. Ou seja, as ações do bloco de controle valem mais porque são elas que permitem que o acionista controlador extraia benefícios privados de seu *status* na companhia. Quanto maior, contudo, a proteção dos investidores, menor a extração desses benefícios privados, e, assim, menor a diferença entre o preço das ações do bloco de controle e dos minoritários.

A oferta pública de aquisição de ações permite que o ágio recebido pelo acionista controlador seja dividido com os acionistas minoritários e diversas razões fundamentam a obrigatoriedade de realização dessa operação, tais como a repartição do prêmio de controle (já que os acionistas minoritários contribuíram para a valorização da companhia com o seu capital, sendo que o valor de venda inclui, além do poder de dirigir a sociedade, também intangíveis e outros ativos pertencentes aos minoritários), ou, ainda, a compensação à quebra da estabilidade do quadro acionário, permitindo a alienação das ações por preço determinado em lei quando essa estabilidade for perturbada. Resguarda-se, assim, o direito de os acionistas não controladores se

⁵⁸⁹ Conforme EIZIRIK, a justificação do Projeto de Lei “fundamentou-se na necessidade de reduzir, para o adquirente do controle acionário, os custos da operação; extinguindo-se a oferta pública, os recursos que nela seriam dispendidos passariam a ficar disponíveis para a capitalização da companhia. No entanto, a motivação principal da supressão da obrigatoriedade de realização da OPA por alienação de controle foi, em verdade, facilitar a privatização das companhias submetidas a controle estatal, permitindo que o governo federal se apropriasse de todo o sobrepreço que seria pago na venda de tais companhias a investidores privados” (EIZIRIK, Nelson et al. Ob. cit., p. 606).

retirarem da companhia que, controlada por pessoa diversa, já não representa mais o interesse dos acionistas⁵⁹⁰.

Em vista da necessidade de tutelar esses interesses, a BM&FBOVESPA ampliou a abrangência do regime da lei societária para as companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2, exigindo a inserção de cláusulas mínimas estatutárias prevendo essas exigências adicionais.

A primeira diferença relevante é quanto à definição de controle, que impacta de forma relevante a questão da aplicação da lei societária: a depender da abrangência do termo, é possível ou não aceitar a alienação de controle minoritário⁵⁹¹ e, assim, a alienação de controle em companhias com o capital pulverizado.

Com efeito, segundo a lei societária, para que se verifique a alienação de controle, deve haver a transferência de ações que assegurem ao seu titular, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações sociais e o poder de eleger a maioria dos administradores, devendo o acionista controlador usar efetivamente seu poder para dirigir das atividades sociais. Nesse sentido, não fica claro se é indispensável a detenção de 50% (cinquenta por cento) mais uma ação do capital votante para que se caracterize o controle e, assim, sua transferência.

Não há unanimidade na doutrina. MUNHOZ, por exemplo, defende a oferta pública obrigatória para a alienação de controle minoritário, garantindo a repartição da parcela de riqueza adicionada⁵⁹²; EIZIRIK, por sua vez, entende que o acionista detentor

⁵⁹⁰ EIZIRIK, Nelson et all. Ob. cit., p. 608-609. Processo CVM RJ nº 2005/4069. Companhia Brasileira de Distribuição. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 11 abr. 2006. Processo CVM RJ nº 2007/7230. Aplicabilidade do artigo 254-A da lei nº 6.404/76 em caso de ações vinculadas por acordo de acionistas. Diretor Relator Eli Loria. Julgado em 11 jul. 2007.

⁵⁹¹ Para uma análise detalhada do assunto vide LONGHI, Maria Isabel Carvalho; MARTES, Camila Ribeiro; YOSHINAGA, Esther Seiko. A alienação do controle minoritário. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. MUNHOZ, Eduardo Secchi. A alienação de controle...; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Transferência de controle nas Companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luiz A. N. M. (Orgs.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 76, p. 15-25; EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luiz A. N. M. (Orgs.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

⁵⁹² MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Transferência de controle...*, p. 301-302.

de ações representativas de menos de 50% (cinquenta por cento) do capital votante não é titular do poder de controle, razão pela qual a transferência dessas ações não ensejaria a realização de OPA⁵⁹³.

Também a CVM não conseguiu adotar firme posição a respeito. Durante o julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956, o Diretor Otavio Yazbek, afirmou a diferença do tratamento criado pelos artigos 116 e 254-A da Lei nº 6.404/76. Naquele, a definição de poder de controle é ampla, abrangendo tanto o controle totalitário ou majoritário como o controle minoritário, permitindo, assim, a responsabilização do acionista controlador; neste, as finalidades são outras, devendo haver uma análise casuística, difícil em razão da ausência de elementos balizadores objetivos. Já o Diretor Eli Loria foi claro ao manifestar-se quanto à inexistência, em nosso direito, de controle minoritário, dado o não preenchimento dos requisitos do artigo 116 para a caracterização do controle⁵⁹⁴.

A fim de dirimir tais dúvidas e de buscar garantir os interesses dos acionistas minoritários, a BM&FBOVESPA adotou definição própria de Acionista Controlador e de Poder de Controle:

Acionista Controlador significa o acionista ou o Grupo de Acionistas que exerça o Poder de Controle da Companhia

Poder de Controle significa o poder efetivamente utilizado de dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da Companhia, de forma direta ou indireta, de fato ou de direito independentemente da participação acionária detida. Há presunção relativa de titularidade do controle em relação à pessoa ou ao Grupo de Acionistas que seja titular de ações que lhe tenham assegurado a maioria absoluta dos votos dos acionistas presentes nas três últimas Assembleias Gerais da Companhia, ainda que não seja titular das ações que lhe assegurem a maioria absoluta do capital votante.

Os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2, assim, ampliam o alcance da regra, detalhando-a e exigindo que os estatutos sociais prevejam as seguintes cláusulas mínimas:

⁵⁹³ EIZIRIK, Nelson. *Aquisição de controle...*, p. 186-187.

⁵⁹⁴ Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/1956. Telco S.p.A. Recurso contra decisão do Superintendente de Registro de Valores Mobiliários que determinou a realização de oferta pública de aquisição de ações de emissão da TIM Participações S.A. como requisito para a alienação indireta do controle. Diretor Relator Eliseu Martins. Julgado em: 15 jul. 2009.

Art. [=] – A Alienação de Controle da Companhia, tanto por meio de uma única operação, como por meio de operações sucessivas, deverá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o Adquirente se obrigue a efetivar oferta pública de aquisição das ações dos demais acionistas da Companhia, observando as condições e os prazos previstos na legislação vigente e no Regulamento do [Novo Mercado/Nível 2], de forma a assegurar-lhes tratamento igualitário àquele dado ao Acionista Controlador Alienante.

§ único – A oferta pública de que trata este artigo será exigida ainda: (i) quando houver cessão onerosa de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações, que venha a resultar na Alienação do Controle da Companhia; ou (ii) em caso de alienação do controle de sociedade que detenha o Poder de Controle da Companhia, sendo que, nesse caso, o Acionista Controlador Alienante ficará obrigado a declarar à BM&FBOVESPA o valor atribuído à Companhia nessa alienação e anexar documentação que comprove esse valor.

Nota-se, ainda, a partir da redação acima destacada, que o percentual a ser pago aos demais acionistas é de 100% (cem por cento) do preço pago ao Acionista Controlador, estendendo-se o prêmio de controle também aos titulares de ações preferenciais sem direito de voto ou com voto restrito, no caso das companhias listadas no Nível 2⁵⁹⁵.

Por fim, os Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2, considerando a possibilidade de aquisição do poder de controle por meio de “escalada” em bolsa, visam a garantir, mesmo nessas situações, os interesses dos acionistas que alienaram suas ações anteriormente à realização da oferta pública. Assim, o adquirente do controle deverá, além de realizar a oferta pública de aquisição de ações, pagar a diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação adquirida em bolsa nos seis meses anteriores à aquisição do controle⁵⁹⁶.

⁵⁹⁵ Como referida disposição foi inserida no contexto da reforma dos Regulamentos de Listagem, em 2010, permitiu-se que as companhias que estabelecessem pagamento aos detentores de ações preferenciais de valor distinto do oferecido aos detentores das ações ordinárias mantivessem suas disposições estatutárias, podendo alterá-las somente se visarem a uniformizar o tratamento dado às ações ordinárias.

⁵⁹⁶ A cláusula mínima correspondente deve ter o seguinte conteúdo: “aquele que adquirir o Poder de Controle, em razão de contrato particular de compra de ações celebrado com o Acionista Controlador, envolvendo qualquer quantidade de ações, estará obrigado a: (i) efetivar a oferta pública referida no Artigo [=] acima; e (ii) pagar, nos termos a seguir indicados, quantia equivalente à diferença entre o preço da oferta pública e o valor pago por ação eventualmente adquirida em bolsa nos 6 (seis) meses anteriores à data da aquisição do Poder de Controle, devidamente atualizado até a data do pagamento. Referida quantia deverá ser distribuída entre todas as pessoas que venderam ações da Companhia nos pregões em que o Adquirente realizou as aquisições, proporcionalmente ao saldo líquido vendedor

IV.5.6 Medidas de proteção à dispersão acionária

Não obstante não exista qualquer exigência legal, regulamentar, autorregulamentar ou, ainda, de recomendação de boas práticas de governança corporativa, tem se observado o aumento do número de companhias prevendo, em seus estatutos sociais, cláusulas com o objetivo de manutenção da dispersão acionária⁵⁹⁷. Dentre essas cláusulas, destacam-se as chamadas *poison pills* (pílulas de veneno), instrumentos de proteção adotados pelas companhias com o objetivo de dificultar a aquisição do controle oriunda de uma oferta hostil⁵⁹⁸, exigindo que os adquirentes de determinada quantidade de ações em circulação (convencionou-se chamar esse percentual de “gatilho”) a realizar uma oferta pública visando à aquisição das ações de titularidade dos demais acionistas por determinado preço, acrescido de elevado prêmio (o veneno da *poison pill*).

O mecanismo foi importado do mercado norte-americano, que apresenta diversas modalidades de mecanismos de defesa contra tentativas de tomada hostil do controle acionário⁵⁹⁹⁻⁶⁰⁰. Não obstante, as chamadas *poison pills* brasileiras,

diário de cada uma, cabendo à BM&FBOVESPA operacionalizar a distribuição, nos termos de seus regulamentos”.

⁵⁹⁷ Não obstante a estrutura de propriedade acionária concentrada de grande parte das companhias brasileiras, ao longo dos últimos anos a dispersão do capital acionário tornou-se um tendência, em especial em decorrência da inauguração dos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, merecendo destaque o Novo Mercado. A adoção das *poison pills* pelas companhias abertas brasileiras vem se dando desde o início de 2004, de modo que, em 2008, já somavam 43 as companhias nacionais que possuíam esse tipo de cláusula em seus estatutos sociais. Sobre o assunto vide NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2011. e ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 256 e ss.

⁵⁹⁸ Essas ofertas hostis consistem em ofertas públicas voluntárias, visando à acumulação de ações por compra no mercado, sem que ocorra qualquer tipo de negociação com a Administração da companhia. TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução. In Castro, Rodrigo R. M. de; Aragão, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 158.

⁵⁹⁹ A prática norte-americana, já há muito assentada em um ambiente marcado por frequentes tentativas de tomada hostil, apresenta um leque muito mais diversificado de mecanismos de defesa. Dentre elas, é possível citar as medidas repressivas: (i) a emissão de bônus de subscrição que outorguem aos seus titulares direito de subscrever ações por valor inferior ao de mercado, no momento do anúncio de uma oferta; (ii) a emissão de debêntures resgatáveis por um valor elevado na hipótese de oferta hostil; (iii) após o anúncio da oferta hostil, a empresa-alvo incorpora outra companhia a fim de tornar a aquisição mais custosa ao ofertante (“*White Knight*”); (iv) a companhia-alvo da oferta hostil lança uma contraoferta pela aquisição das ações de emissão da própria ofertante (“*Pac-man*”); (v) compra e venda de ativos relevantes no curso da oferta, entre outros (BORGES, Fernanda; MADUREIRA, Maiara; FRANCISCO, André Marques. Análise jurídica das chamadas *poison pills* brasileiras. In:

correspondem a apenas algumas das modalidades de mecanismos de defesa contra tentativas de tomada hostil do controle acionário⁶⁰¹ e, muitas vezes, são acompanhadas de dispositivos voltados a dificultar a remoção dessas cláusulas de seus estatutos - as impropriamente chamadas “cláusulas pétreas”, que impõe pesado ônus aos acionistas que deliberarem pela exclusão ou alteração da *poison pill*.

No que se refere às *poison pills*, notamos que sua função precípua seria a viabilização dos processos de dispersão do controle acionário, resguardando a companhia contra eventuais tentativas de tomada hostil do controle. Adicionalmente, as *poison pills* serviriam contra movimentos oportunistas de tomada de controle, aumentando os custos de transação e afastando eventuais especuladores.

Não seria possível, assim, ao menos em tese, condenar a utilização dessas cláusulas. A própria CVM reconheceu, em Memorando divulgado pelos diretores Marcos Barbosa PINTO e Otavio YAZBEK⁶⁰², benefícios proporcionados por essas cláusulas. Com efeito, elas promovem tratamento relativamente igualitário entre os acionistas, pois, ao exigir que a aquisição de controle se dê por meio de oferta pública única dirigida a todos os acionistas, afastam a possibilidade de aquisição de ações a preços diversos. Adicionalmente, protegem os acionistas contra a natureza coercitiva das ofertas públicas de aquisição de controle, pois, embora a venda de ações numa oferta de aquisição de controle seja voluntária, alguns tipos de oferta podem, compelir o acionista a vender suas ações mesmo que o preço ofertado lhe pareça insuficiente. Por fim, as *poison pills* aumentam o poder de barganha dos acionistas, pois, em uma companhia com

PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012).

⁶⁰⁰ TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Ob. cit., p. 160.

⁶⁰¹ A redação das *poison pills* costuma seguir o seguinte modelo: “Qualquer acionista que adquira ou se torne titular de ações de emissão da companhia, em quantidade igual ou superior a [●]% do total de ações de emissão, excluídas para os fins deste cômputo as ações em tesouraria, deverá, no prazo de [●] dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a [●]% do total de ações de emissão da companhia, realizar ou solicitar o registro de uma oferta pública de aquisição de ações para aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia. O preço de aquisição de cada ação de emissão da companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) X% da cotação unitária mais alta atingida pelas ações de emissão da companhia durante o período de [●] meses anterior à realização da oferta em qualquer bolsa de valores em que as ações da Companhia forem negociadas; (ii) [●]% do preço unitário mais alto pago pelo acionista adquirente durante o período de [●] meses anterior à realização da oferta para uma ação ou lote de ações de emissão da companhia; e (iii) o valor econômico apurado em laudo de avaliação”.

⁶⁰² PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. *Memorando dos diretores*. Disponível em: WWW.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp

as ações dispersas no mercado, custos de transação e organização dificultam a formação de um grupo coeso para extrair o melhor preço possível do adquirente do controle.

Não obstante, diante do dinamismo e da flexibilidade das relações negociais, os mecanismos jurídicos são adaptados com vistas a obter objetivos diversos daqueles para os quais foram concebidos, existindo, contudo, situações em que se extrapolam os limites legais para sua utilização.

No caso das *poison pills*, não obstante a autonomia privada permita a importação do instituto e a previsão dessas cláusulas nos estatutos sociais das companhias abertas, muitas vezes a legalidade do instituto é questionável, considerando-se o contexto das companhias em que se inserem.

Especificamente em relação ao gatilho das *poison pills*, notamos que, para o atendimento das funções do instituto, deveria ser fixado de modo a fomentar a dispersão do capital, restringindo a formação de participações relevantes. Contudo, há companhias com controle minoritário e até mesmo com controle majoritário que adotam referidas medidas, prevendo gatilho inferior à participação de determinado acionista. Nesse contexto, as *poison pills* “tem sido utilizadas pelas companhias brasileiras com o objetivo de evitar alterações do poder de controle nas companhias em virtude da aquisição de um determinado percentual acionário nelas previsto”⁶⁰³.

Nesses casos, questiona-se qual o limite de utilização dos gatilhos das *poison pills* em face dos interesses da companhia. Ou seja, em que medida a adoção de *poison pills* com a finalidade de dificultar a formação de minorias relevantes poderia ser considerada contrária ao interesse da companhia? E, ainda, seria possível contestar a decisão do controlador que institui tais disposições estatutárias com base na noção legal de conflito de interesses?

Não obstante exista a clara possibilidade de abuso, é inviável uma avaliação apriorística dessas questões, ignorando-se por completo a realidade negocial da

⁶⁰³ CARVALHOSA, Modesto. As *poison pills* estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In Castro, Rodrigo R. M. de; Aragão, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário - Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009, p. 20. Vale lembrar que as *poison pills* e mecanismos como acordos de acionistas e estruturas piramidais de controle acionário podem ser utilizados de modo a viabilizar a dispersão do capital com a manutenção do controle concentrado. Ou seja, a conjunção desses mecanismos pode, no limite, permitir ao controlador uma maximização do aproveitamento dos benefícios do controle.

companhia. É possível, por exemplo, que, em determinado momento da vida da companhia, faça-se necessário um grau mais elevado de estabilidade do controle, a fim de resguardar a continuidade das atividades sociais, especialmente nos casos em que houver ameaças de aquisição de controle da companhia por um concorrente, que visa à dominação do mercado⁶⁰⁴.

No entanto, é interessante destacar que, acaso intentada a remoção da *poison pill* — nesses moldes apontados — pelos minoritários da companhia, seria possível de se cogitar do impedimento de voto do controlador, em razão de possível conflito de interesses, na medida em que o majoritário estaria buscando resguardar seus próprios interesses em detrimento dos da companhia⁶⁰⁵. Outro mecanismo apresentado por algumas companhias listadas que poderia afastar referido conflito de interesses ou, ainda, qualquer forma de abuso pelo acionista controlador, é dispositivo prevendo a dispensa de realização da oferta pública de aquisição de ações pela Assembleia Geral, que pode considerar que a alteração do controle é mais adequada aos interesses das companhias⁶⁰⁶.

Quanto ao preço a ser pago pelas ações na oferta pública desencadeada pela ativação do gatilho⁶⁰⁷, trata-se de elemento que poderá ser arbitrado para o atendimento

⁶⁰⁴ Destaca-se, no entanto, que, neste caso, além da tutela pelo direito societário, poderá haver tutela por meio do direito concorrencial.

⁶⁰⁵ GREGÓRIO, Danilo. Novas posologias. In: *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 54, fev/2008. Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=1772&sec=4

⁶⁰⁶ É o que faz o estatuto social da T4F Entretenimento S.A.:

“Parágrafo Quarto - A realização da OPA mencionada no caput deste artigo poderá ser dispensada mediante voto favorável de acionistas reunidos em Assembleia Geral especialmente convocada para este fim, observadas as seguintes regras:

(i) a referida Assembleia Geral será instalada, em primeira convocação, com a presença de acionistas representando mais da metade do capital, e, em segunda convocação, com acionistas que representem mais de 30% (trinta por cento) do capital da Companhia;

(ii) a dispensa da realização da OPA será considerada aprovada com o voto da maioria simples dos acionistas presentes, seja em primeira ou segunda convocação; e

(iii) não serão computadas as ações detidas pelo Acionista Adquirente para fins do quorum de deliberação, conforme item (ii) acima”.

⁶⁰⁷ À época da elaboração do Memorando dos Diretores, levantamentos realizados com base nos estatutos das companhias do Novo Mercado apontam que, em sua maioria, as companhias que adotaram *poison pills* em seus estatutos adotaram um percentual de sobre preço em torno de 30% (trinta por cento) do valor ordinário das ações (PINTO, Marcos Barbosa; YAZBEK, Otavio. Ob. cit.).

das mais diversas finalidades e que poderá ser adequado ou inadequado a depender do contexto da companhia⁶⁰⁸.

Além das questões relacionadas à conveniência e oportunidade do estabelecimento de determinado preço, é preciso notar que, a depender do preço imposto, ou seja, do veneno, pode haver grave cerceamento à livre circulação das ações, especialmente quando houver cumulação com gatilhos reduzidos⁶⁰⁹. Aqui, novamente, a adoção de tal mecanismo poderia ser questionada à luz da noção do conflito de interesses.

Contudo, a análise da violação do artigo 36 da lei societária deve ser cautelosa. A ofensa ao artigo 36 do referido diploma legal não poderia ser fundamentada na insuficiência de condições financeiras daquele determinado sujeito para arcar com os custos da *poison pill*, mas sim deverá ser demonstrado que o pagamento dessa margem de sobre preço inviabilizaria qualquer negociação desse percentual de ações dentro dos padrões da razoabilidade econômica do mercado. Ou seja, pressupõe-se uma cuidadosa análise da conjuntura econômica do mercado para caracterizar a irregularidade em questão, sendo necessária a comprovação de que o sobrepreço definido na cláusula tornaria desarrazoado o custo para aquisição daquela participação.

Sem adentrar nos detalhes das cláusulas de *poison pill*, é interessante notar que algumas companhias excepcionam a obrigatoriedade de realização da oferta pública caso os adquirentes atendam a determinados requisitos. Merece atenção, dentre essas dispensas, aquelas que tratam de forma diferenciada os acionistas fundadores e os demais, ou os acionistas detentores determinado percentual de ações em relação aos

⁶⁰⁸ Assim, em companhias com controle disperso, poderá representar um mínimo preestabelecido para o prêmio de controle, indicando as expectativas acerca do potencial de apropriação privada dos benefícios do controle da companhia. Vale lembrar que a adoção de uma margem pequena poderá tornar a *poison pill* inócua, ao passo que margens demasiadamente elevadas podem até mesmo inviabilizar a alteração do controle acionário. Adicionalmente, em meio a situações de crise é possível que a previsão de sobre preços elevados inviabilizem estratégias de reorganizações societárias necessárias para salvaguardar a situação financeira da companhia. (BORGES, Fernanda; MADUREIRA, Maiara; FRANCISCO, André Marques. Ob. cit.).

⁶⁰⁹ Tome-se, por exemplo, uma cláusula que preveja a obrigação de lançar oferta pública com sobrepreço de 50% (cinquenta por cento) para aquele que alcançar uma participação de 10% (dez por cento) das ações votantes. Não há dúvidas de que, na prática, tal cláusula estatutária certamente importaria em grande restrição à livre circulação das ações dessa companhia. No limite, teríamos a situação em que uma pessoa estaria, na prática, proibida de adquirir novas ações da companhia em razão justamente de sua qualidade de acionista detentor de um determinado percentual de ações da companhia — e isso mesmo sem que essa aquisição importe em alteração do controle.

outros, estabelecendo prêmios diferenciados caso o gatilho seja disparado ou mesmo dispensando-os da realização da oferta pública⁶¹⁰.

Nesses casos, nota-se a violação ao princípio de governança corporativa que estabelece o tratamento equitativo dos acionistas, bem como o previsto no parágrafo 1º do artigo 109 da lei societária, segundo o qual as ações de uma mesma classe deverão conferir direitos iguais aos seus titulares (o que inclui, sem limitação, o direito à dispensa da realização da OPA).

Ainda que tal restrição possa se justificar diante do objetivo da estabilização do controle, a distinção entre antigos e eventuais novos acionistas é contraditória com a natureza e a finalidade das sociedades de capital, cuja característica intrínseca reside na circulação das ações independentemente da qualificação dos acionistas. Nesse sentido, lembra LAMY que “toda limitação à circulação das ações tem sua razão de ser na qualificação exigida para o novo sócio”⁶¹¹.

As questões que acima se colocam também poderiam ser resolvidas por meio das normas de direito contratual aplicáveis. Com efeito, considerando-se o caráter contratual dos estatutos sociais, é de se verificar se as *poison pills* vão de encontro ou

⁶¹⁰ Por exemplo, o estatuto social da Viver Incorporadora e Construtora S.A., que prevê *poison pill* com gatilho de 20% (vinte por cento), dispõe: “Na hipótese de não haver Acionista Controlador, qualquer Pessoa Interessada, que realize oferta ou qualquer negócio envolvendo ações de emissão da Companhia que possa resultar em aquisição ou na titularidade de ações de emissão da Companhia, em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, deverá, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias a contar da data de aquisição ou do evento que resultou na titularidade de ações em quantidade igual ou superior a 20% (vinte por cento) do total de ações de emissão da Companhia, realizar uma oferta pública de aquisição da totalidade das ações de emissão da Companhia, observando-se o disposto na regulamentação aplicável da CVM, inclusive quanto à necessidade ou não de registro de tal oferta pública, os Regulamentos da BM&FBOVESPA e os termos deste artigo, estando a Pessoa Interessada obrigada a atender as eventuais solicitações ou as exigências da CVM com base na legislação aplicável, relativas à oferta pública de aquisição, dentro dos prazos máximos prescritos na regulamentação aplicável”. Ou, ainda, o estatuto social da Profarma, também com *poison pill* com gatilho de 20% (vinte por cento): “Se, quando da realização de oferta ou qualquer negócio envolvendo ações de emissão da Companhia, conforme previsto no caput deste artigo 41, o Investidor não for titular de pelo menos 15% (quinze por cento) do total de ações de emissão da Companhia há, no mínimo, 90 (noventa) dias, o preço de aquisição na oferta pública de aquisição de cada ação de emissão da Companhia não poderá ser inferior ao maior valor entre (i) o Valor Econômico apurado em laudo de avaliação; (ii) 150% (cento e cinquenta por cento) do maior preço de emissão das ações em qualquer aumento de capital realizado mediante distribuição pública ocorrido no período de 12 (doze) meses que anteceder a data em que se tornar obrigatória a realização da oferta pública de aquisição nos termos deste artigo 41, devidamente atualizado pelo IGPM/FGV até o momento do pagamento; e (iii) 150% (cento e cinquenta por cento) da cotação unitária média das ações de emissão da Companhia durante o período de 90 (noventa) dias anterior à realização da oferta pública de aquisição”.

⁶¹¹ *Temas...*, p. 244.

contrariam os princípios contratuais, ou seja, se estão de acordo com a autonomia privada e a liberdade de contratar, ou se violam a ordem pública, os bons costumes, a boa-fé ou a função social do contrato.

Cláusulas estatutárias (e, portanto, contratuais) que limitam a aquisição de ações tornam mais onerosa a aquisição do controle e estimulam a dispersão do capital e o tratamento igualitário entre os acionistas, diminuindo a retirada de benefícios privados do controle e defendendo, ainda, os interesses sociais e a preservação (ou até mesmo o incremento) do valor dos investimentos dos acionistas. No entanto, quando esse gatilho é muito baixo ou então inferior ao percentual de ações detido pelo controlador, verifica-se a instabilidade de regras e o consequente aumento dos custos de transação e a desvalorização das ações, estimulando condutas dos controladores e administradores potencialmente negativas aos interesses sociais e impedindo que o controle de empresas com ações desvalorizadas, maus gestores e desempenho ruim tenha uma administração mais eficiente.

Diante das *poison pills* com efeitos patentemente negativos para a companhia e seus acionistas, é fácil perceber a afronta a princípios contratuais, ainda que eles sejam analisados sob a ótica do direito comercial, ou seja, sob a perspectiva da assunção de riscos pelos empresários com vistas a obter um lucro futuro.

Com efeito, referidas *poison pills* violam a boa-fé na medida em que permitem que o controlador mantenha sua posição de controle independentemente de sua eficiência e da busca dos interesses da sociedade, contrariando, de forma patente, assim, os interesses dos acionistas, contrapartes contratuais que investiram na companhia buscando retorno de seus investimentos⁶¹². Verifica-se, assim, abuso de direito do acionista entrincheirado, que aparentemente age no exercício de seu direito, mas, na verdade, viola os valores que justificam seu reconhecimento pelo ordenamento jurídico.

Adicionalmente, pode-se dizer que o entrincheiramento do controlador viola a função social do contrato de sociedade, que viabiliza e fomenta a circulação de riqueza,

⁶¹² Observar a boa-fé no plano contratual nada mais é que agir com lealdade e confiança, atuando em vista do objetivo contratual e sem adoção de condutas oportunistas, “de acordo com um modelo de conduta social, arquétipo ou standard jurídico” segundo o qual cada pessoa deve ajustar sua própria conduta, “obrando como obraria um homem reto: com honestidade, lealdade e probidade” (MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um sistema em construção – as cláusulas gerais no projeto do Código Civil Brasileiro. In Revista dos Tribunais, ano 87, v. 753, jul. 1998, p. 41-42).

levando, conseqüentemente, ao desenvolvimento do mercado de capitais e do desenvolvimento nacional de forma geral.

Antes da análise das cláusulas pétreas, acima mencionadas, merece relevo a tentativa da BM&FBOVESPA em incluir, nos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2 a chamada “OPA 30”.

Considerando a realidade cada vez mais patente de dispersão acionária e, conseqüentemente, a propensão a um cenário permissivo das tomadas hostis do controle, a BM&FBOVESPA sugeriu a inclusão, no Regulamento do Novo Mercado, de dispositivo tratando da aquisição de participação acionária relevante.

A inspiração veio da legislação europeia: a Diretiva 2004/25/CE de 2004 determinou que os Estados-Membros tomassem medidas para proteção dos titulares de valores mobiliários, especialmente dos detentores de participações minoritárias, após uma mudança do controle, assegurando-se essa proteção por meio da imposição ao adquirente do controle do dever de lançar uma oferta a todos os titulares de valores mobiliários dessa sociedade a um preço equitativo⁶¹³. Conforme o disposto na Diretiva, presume-se a mudança do controle por meio da aquisição de determinado percentual de ações, definido na legislação de cada país. Assim, No Código Comercial Francês, este percentual é estabelecido em 40% (quarenta por cento)⁶¹⁴, enquanto na Inglaterra o

⁶¹³ “1. Sempre que uma pessoa singular ou colectiva, na sequência de uma aquisição efectuada por si ou por pessoas que com ela actuam em concertação, venha a deter valores mobiliários de uma sociedade a que se refere o nº 1 do artigo 1. O que, adicionados a uma eventual participação que já detenha e à participação detida pelas pessoas que com ela actuam em concertação, lhe confiram directa ou indirectamente uma determinada percentagem dos direitos de voto nessa sociedade, permitindo-lhe dispor do controlo da mesma, os Estados-Membros asseguram que essa pessoa deva lançar uma oferta a fim de proteger os accionistas minoritários dessa sociedade. Esta oferta deve ser dirigida o mais rapidamente possível a todos os titulares de valores mobiliários, para a totalidade das suas participações, a um preço equitativo definido no nº 4.

4. Por preço equitativo entende-se o preço mais elevado pago pelos mesmos valores mobiliários pelo oferente, ou pelas pessoas que com ele actuam em concertação, ao longo de um período a determinar pelos Estados-Membros, não inferior a seis e não superior a 12 meses, que preceda a oferta prevista no nº 1. Se, depois de a oferta ser tornada pública mas antes do termo do prazo de aceitação da mesma, o oferente ou qualquer pessoa que com ele actue em concertação adquirir valores mobiliários acima do preço da oferta, o oferente deve aumentar o valor da sua oferta até um preço não inferior ao preço mais alto pago pelos valores mobiliários assim adquiridos”.

⁶¹⁴ “Article L233-3 II. - Elle est présumée exercer ce contrôle lorsqu'elle dispose directement ou indirectement, d'une fraction des droits de vote supérieure à 40 % et qu'aucun autre associé ou actionnaire ne détient directement ou indirectement une fraction supérieure à la sienne.”

percentual é definido em 30% (trinta por cento)⁶¹⁵, e em Portugal de 1/3 (um terço) a metade⁶¹⁶.

Assim, a BM&FBOVESPA sugeriu que seus Regulamentos passassem a prever que, nos casos de aquisição de participação acionária relevante – definida como a aquisição de 30% (trinta por cento) do capital social da companhia – o adquirente deveria realizar oferta pública para a aquisição das ações de titularidade dos demais acionistas pelo maior preço pago nos últimos 12 (doze) meses. Essa obrigação, que comportava exceções⁶¹⁷, se tornaria uma das cláusulas mínimas que as companhias listadas no referido segmento deveriam inserir em seus estatutos sociais.

No entanto, a sugestão não foi aceita pelas companhias. No procedimento de audiência restrita, necessário para a modificação dos Regulamentos de Listagem 60 das

⁶¹⁵ “9.1 WHEN A MANDATORY OFFER IS REQUIRED AND WHO IS PRIMARILY RESPONSIBLE FOR MAKING IT Except with the consent of the Panel, when: (a) any person acquires, whether by a series of transactions over a period of time or not, an interest in shares which (taken together with shares in which persons acting in concert with him are interested) carry 30% or more of the voting rights of a company; or (b) any person, together with persons acting in concert with him, is interested in shares which in the aggregate carry not less than 30% of the voting rights of a company but does not hold shares carrying more than 50% of such voting rights and such person, or any person acting in concert with him, acquires an interest in any other shares which increases the percentage of shares carrying voting rights in which he is interested, such person shall extend offers, on the basis set out in Rules 9.3, 9.4 and 9.5, to the holders of any class of equity share capital whether voting or non-voting and also to the holders of any other class of transferable securities carrying voting rights. Offers for different classes of equity share capital must be comparable; the Panel should be consulted in advance in such cases. An offer will not be required under this Rule where control of the offeree company is acquired as a result of a voluntary offer made in accordance with the Code to all the holders of voting equity share capital and other transferable securities carrying voting rights”.

⁶¹⁶ “Artigo 187.º Dever de lançamento de oferta pública de aquisição 1 — Aquele cuja participação em sociedade aberta ultrapasse, directamente ou nos termos do n.º 1 do artigo 20.º, um terço ou metade dos direitos de voto correspondentes ao capital social tem o dever de lançar oferta pública de aquisição sobre a totalidade das acções e de outros valores mobiliários emitidos por essa sociedade que confirmam direito à sua subscrição ou aquisição. 2 — Não é exigível o lançamento da oferta quando, ultrapassado o limite de um terço, a pessoa que a ela estaria obrigada prove perante a CMVM não ter o domínio da sociedade visada nem estar com esta em relação de grupo”.

⁶¹⁷ Haveria dispensa automática de realização da oferta pública: (i) quando remanescesse Acionista controlador titular de mais de 50% (cinquenta por cento) do capital; (ii) quando o atingimento decorresse de outras ofertas públicas previstas na regulamentação, desde que houvesse equivalência de preços; (iii) quando o atingimento fosse involuntário, desde que excesso seja alienado (iv) na hipótese de sobras no caso de subscrição de ações; (v) na hipótese de alienação de controle e de reorganizações societárias. Adicionalmente, haveria a possibilidade de dispensa da realização da oferta pública por decisão de assembleia prévia ao atingimento.

105 companhias listadas no Novo Mercado⁶¹⁸ manifestaram-se contrariamente à previsão da “OPA 30”⁶¹⁹.

Referida modalidade de OPA, contudo, foi prevista como obrigatória para as companhias que aderirem ao CAF. Assim, o acionista ou grupo de acionistas que atingir, de forma direta ou indireta, participação acionária relevante⁶²⁰, tanto por meio de uma única operação, como por meio de diversas operações, deverá efetivar oferta pública de aquisição de todas as demais ações e valores mobiliários conversíveis em ações de emissão da companhia, por preço correspondente a, no mínimo, (i) em relação às ações com direito a voto e valores mobiliários conversíveis em ações com direito voto, ao maior preço pago pelo acionista adquirente para aquisição de ações com direito a voto de emissão da companhia nos 12 (doze) meses que antecederem o atingimento da participação acionária relevante; e (ii) em relação às ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito e valores mobiliários conversíveis em ações sem direito a voto ou com voto restrito, a 80% (oitenta por cento) do valor oferecido aos titulares de ações com direito a voto.

Passando à análise das cláusulas pétreas, notamos que não se trata de uma pílula de veneno, mas sim de disposição acessória voltada a dificultar a supressão da *poison pill* ou sua modificação. Seu objetivo é tornar demasiadamente custoso aos acionistas promover a remoção da cláusula, garantindo sua perenidade no estatuto.

As cláusulas pétreas mais comuns, adotadas nos estatutos de diversas companhias listadas no Novo Mercado, preveem a obrigação de realização de oferta pública por qualquer acionista que, em Assembleia Geral, vote pela supressão da cláusula do estatuto social ou, ainda, pela alteração de seu conteúdo (como, por exemplo, a alteração do gatilho).

No entanto, esse mecanismo claramente afronta a legislação em vigor, conduzindo a um inescapável conflito com o quanto disposto no artigo 115 da lei

⁶¹⁸ Vale notar que a BM&FBOVESPA não entrou no cômputo do quorum.

⁶¹⁹ Conforme os Regulamentos em vigor, as alterações somente poderiam ser implementadas se não houvesse manifestação contrária de mais de um terço das companhias listadas no Novo Mercado, ou seja, até 35 companhias. Acima destes números, a proposta de alteração seria considerada reprovada.

⁶²⁰ Segundo o Código de Autorregulação do CAF, a participação acionária relevante deverá ser fixada no estatuto social, observado o limite mínimo de 20% (vinte por cento) e máximo de 30% (trinta por cento).

societária. Nesse sentido, mister lembrar que o direito de voto caracteriza uma espécie de poder-dever: o acionista tem o direito fundamental ao voto⁶²¹, mas deve exercê-lo sempre no interesse da companhia. Assim, a obrigação de lançar oferta pública pelo acionista que votar pela supressão da *poison pill* imporia ao acionista verdadeiro ônus para o cumprimento de um dever legal. Em outros termos, o acionista, a fim de atender ao disposto na lei societária, teria de arcar com um ônus (lançar oferta pública) de grave repercussão econômica.

Outra espécie de cláusula pétrea é aquela que prevê quorum diferenciado para a deliberação que visar a remoção ou alteração da *poison pill*. Também essa disposição estatutária encontra óbice na lei societária, pois o parágrafo 1º do artigo 129 veda expressamente o aumento convencional dos quóruns previstos em lei.

Também se mostra contrária à legislação em vigor a disposição que simplesmente veda a remoção da *poison pill* do estatuto social, uma vez que o artigo 121 da Lei nº 6.404/76 é explícito ao conferir soberania à Assembleia Geral para deliberar sobre todo e qualquer negócio relativo ao objeto da companhia. E mais: o inciso I do artigo 122 outorga expressamente à Assembleia Geral competência indeclinável para alterar o estatuto social sempre que necessário, à luz do interesse da companhia.

Assim, a adoção de mecanismos estatutários voltados a dificultar a supressão das pílulas de veneno dos estatutos não está em conformidade com as disposições da lei societária. Nesse sentido, a CVM editou Parecer de Orientação com o fim de reduzir a incerteza do mercado quanto às referidas cláusulas estatutárias.

O Memorando dos Diretores Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek demonstrou que as cláusulas pétreas não só não afetavam as *poison pills*, sem ampliar seus benefícios ou mesmo garanti-los, como aumentavam os custos de agência e impediam negócios eficientes do ponto de vista econômico. Assim, não obstante a inserção de *poison pills* possa ser benéfica, deixando-se a legalidade para uma análise casuística, as cláusulas pétreas seriam ilegítimas.

O Parecer de Orientação nº 36, fundado em tal memorando, corroborou o posicionamento dos Diretores e a ilegalidade das cláusulas pétreas por violação aos

⁶²¹ Ressalvada, aqui, a situação dos preferencialistas com direito de voto suprimido ou restringido.

artigos 121 (que traz a soberania da Assembleia Geral), 122 (que traz matérias de competência privativa da Assembleia Geral) e 129 (que estabelece o quorum necessário e suficiente para a aprovação de alterações estatutárias), todos da Lei 6.404/76⁶²².

Não obstante, como verificamos acima, a atuação da Autarquia é limitada pelo princípio da legalidade. Assim, a CVM poderia não conceder registro de oferta pública inicial de ações a companhias que previssem tais cláusulas em seus estatutos bem como poderia deixar de reconhecer efeitos a essas cláusulas em processos administrativos sancionadores em face daqueles que descumprirem as disposições estatutárias ao votar pela supressão da *poison pills* e não realizar a oferta pública imposta pela cláusula pétrea.

No entanto, no caso das companhias que já têm suas ações negociadas em Bolsa, a CVM não pode, em razão do princípio da legalidade, declarar a nulidade de uma cláusula estatutária. Isso porque a competência para declaração de nulidades é do Poder Judiciário, nos termos do parágrafo único do artigo 168 do Código Civil.

IV.5.7 Juízo Arbitral

Presente no direito comercial desde o Regulamento 737 de 1850⁶²³, o instituto da arbitragem só veio a ser regulamentado de forma adequada⁶²⁴ muito mais tarde, em 1996, com a promulgação da Lei nº 9.307.

O instituto da arbitragem ganhou reforço diante das mazelas do Poder Judiciário: suas decisões, muitas vezes, eram desacertadas e questionáveis, a solução dos litígios demandava longa espera, e os assuntos societários muitas vezes envolviam

⁶²² “A CVM entende que a aplicação concreta dessas disposições acessórias não se compatibiliza com diversos princípios e normas da legislação societária em vigor, em especial os previstos nos artigos 115, 121, 122, I, e 129 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976” (CVM. Pronunciamento de Orientação nº 36).

⁶²³ “Art. 189. O arbitramento terá lugar ou nos casos expressos no Código, ou quando o fato do qual depende a decisão final carece do juízo, informação, ou avaliação dos homens da arte, ou peritos.

Art. 190. Quando às partes convier o arbitramento, devem requerê-lo na ação, contestação ou alegações finais.

Art. 191. Proceder-se-á ao arbitramento na dilação probatória, sendo anteriormente requerido pelas partes, ou nos casos em que o Código o exige: terá porém lugar afinal quando for decretado pelo Juiz ou de ofício, ou a requerimento das parte”.

⁶²⁴ A arbitragem era regulada nos artigos 1.072 a 1.102 do Código de Processo Civil. Referidos dispositivos, contudo, foram revogados com o advento da Lei de Arbitragem.

complexidade tamanha que a formação técnica dos magistrados não era suficiente. Assim, a solução de conflitos pela via arbitral ganhou popularidade⁶²⁵, em especial a partir de 2001, quando o Supremo Tribunal Federal declarou a constitucionalidade da Lei de Arbitragem e quando passou a ser possível, pela Lei nº 10.303/01, a previsão, nos estatutos sociais das companhias, de que a solução das divergências entre os acionistas e a companhia e entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários se daria pela via arbitral.

A adoção da cláusula compromissória é claro exercício da autonomia privada, à medida que permite aos agentes econômicos a opção pela submissão dos conflitos à solução ou pela via judicial ou pela via arbitral.

Não obstante, existem casos em que a inserção de cláusula compromissória nos estatutos sociais é obrigatória, praticamente extinguindo-se a autonomia privada. Assim a exigência, pelos Regulamentos de Listagem do Novo Mercado e do Nível 2, de cláusula compromissória cheia⁶²⁶, nos termos especificados pelos referidos Regulamentos.

Funda-se essa exigência na percepção de que a solução de conflitos por meio da arbitragem traz mais segurança e, assim, mais confiabilidade ao mercado, que sabe que pode contar com soluções rápidas e coerentes nos casos de conflitos.

Especificamente quanto ao alcance da cláusula compromissória, nota-se que sua redação evoluiu para abarcar o máximo de possibilidades que se poderia prever. Assim, enquanto no Regulamento vigente no contexto da criação do Novo Mercado

⁶²⁵ Eram vistas como vantagens desse tipo de procedimento de solução de conflitos (i) a celeridade na solução de disputas; (ii) a maior probabilidade de decisões técnicas, tendo em vista a notória *expertise* dos árbitros; (iii) a informalidade do procedimento; (iv) a inexistência de esfera recursal; (v) a confidencialidade de todo o procedimento arbitral; (vi) a redução dos custos de transação, com sistemas de incentivos mais adequados para o cumprimento de contratos (FRIAS, Angelica Ramos de. Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos. *In*: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi. Ob. cit., p. 57).

⁶²⁶ A cláusula arbitral pode ser cheia ou vazia. Cláusula cheia é aquela que prevê a forma de instituição da arbitragem, referindo-se às regras de tribunal arbitral ou prevendo a forma de instituição e desenvolvimento da arbitragem, contendo, assim, os elementos do compromisso arbitral (nome, profissão, estado civil e domicílio das partes; nome, profissão e domicílio do árbitro, ou dos árbitros, ou, se for o caso, a identificação da entidade à qual as partes delegaram a indicação de árbitros; a matéria que será objeto da arbitragem; e o lugar em que será proferida a sentença arbitral). Já a cláusula arbitral vazia (ou “em branco”), prevê a arbitragem, mas não a forma de sua instituição ou as demais condições obrigatórias. Nessa hipótese, uma vez surgido um conflito, as partes deverão firmar um compromisso arbitral, sendo que, se não houver consenso, caberá a execução específica da cláusula arbitral pela via judicial.

previa que a BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do Conselho Fiscal da Companhia resolveriam toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao Regulamento de Listagem por meio de arbitragem, no Regulamento atualmente vigente, a cláusula compromissória estabelece que

a BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os demais acionistas da Companhia, os Administradores e os membros do Conselho Fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada com ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, do Regulamento de Sanções, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem⁶²⁷.

Não se pode deixar de mencionar, no entanto, a questão do alcance subjetivo dessa cláusula, tema controvertido mesmo entre os processualistas. A discussão se coloca em razão do parágrafo 2º do artigo 4º da Lei de Arbitragem, que prevê que, para a adesão ao procedimento arbitral, é necessária uma declaração por escrito da parte. Como ficaria, então, o caso dos acionistas que votou contra a inserção da cláusula compromissória no estatuto social ou que tenham se ausentado ou se recusado a votar quando da decisão de inclusão da cláusula no estatuto?

Segundo CARVALHOSA, não há que se falar em aplicabilidade *erga omnes* da cláusula compromissória, pois, em se tratando de pacto parassocial, que não diz respeito à organização da sociedade, somente pode ser imposta aos acionistas que tenham a ela se vinculado. Assim, para o autor, há

um requisito necessariamente de forma para a validade e eficácia da cláusula compromissória estatutária, que depende de sua específica e formal adoção por parte de todos os compromissados. Sem essa expressa aprovação, a cláusula compromissória é nula, por ferir direito essencial do acionista de socorrer-se do Poder Judiciário⁶²⁸.

⁶²⁷ Item 13.10 dos Regulamentos do Novo Mercado e do Nível 2.

⁶²⁸ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 2, p. 325.

Analisando a questão especificamente no que se refere às companhias abertas com ações admitidas à negociação nos segmentos especiais de listagem da BM&FBOVESPA, contudo, é possível afirmar que a cláusula compromissória deve ser aplicável *erga omnes*.

Já foi concluído que os contratos de sociedade são contratos de adesão. E são contratos entre empresários que, só celebrariam o negócio jurídico se entendessem que isso seria vantajoso. Não há, assim, alternativa para o investidor⁶²⁹ que quer se tornar acionista senão aceitar a submissão a todas as cláusulas estatutárias, que, públicas em razão do registro mercantil ou da divulgação do documento pela CVM e pela BM&FBOVESPA, devem ser de pleno conhecimento do agente econômico ao avaliar sua decisão de investimento.

Quanto aos argumentos apresentados por CARVALHOSA, não obstante possam merecer guarida em outros tipos societários, não devem ser aplicados quanto a companhias abertas. Em primeiro lugar, lembramos que as companhias abertas são típicas sociedades de capital, não havendo que se falar em direitos personalíssimos. O que há, na verdade, são direitos incorporados às ações, que circulam conforme a negociação desses títulos. Ou, conforme explicam LAMY FILHO e PEDREIRA,

nas sociedades por ações, os direitos de participação e as obrigações dos acionistas são organizados *a priori* em conjuntos padronizados, com o mesmo conteúdo e indivisíveis em relação à sociedade. A cada posição de sócio, ou ação, correspondem, portanto, iguais direitos de participação⁶³⁰.

Adicionalmente, também não há que se falar em renúncia a direito essencial do acionista, pois não existe qualquer previsão que defina como direito essencial a submissão de conflitos ao poder judiciário. O que existe é a previsão constitucional de

⁶²⁹ Vale aqui, mais uma vez, pontuar que o investidor ou o acionista não deve ser qualificado como consumidor. Não há qualquer relação na qual uma das partes se caracterize pela hipossuficiência. As decisões de investimento são tomadas sempre com o objetivo de lucro e, como já visto, a segurança jurídica proporcionada pela solução de conflitos pela via arbitral diminui o desconto no valor das ações.

⁶³⁰ *Direito das companhias...*, v. I, p. 69.

que “a lei não excluirá da apreciação do poder judiciário lesão ou ameaça a direito”⁶³¹. E, neste ponto, vale notar as lições de WALD, para quem a escolha entre o procedimento judicial e o procedimento arbitral refere-se somente ao deslocamento de jurisdição, sem qualquer efeito sobre o acesso aos meios, processos e ações conferidas por lei, ou seja, sem qualquer renúncia a direito⁶³².

Por fim, analisando a questão sob a ótica do mercado acionário, deve-se lembrar do caráter dinâmico das sociedades anônimas. Dizer que é necessária a aceitação formal de determinada cláusula do estatuto social acabaria por impedir ou dificultar movimentações no quadro acionário da companhia⁶³³⁻⁶³⁴. Isso, levado ao extremo, poderia acabar fazendo com que houvesse uma completa inviabilidade da previsão de resolução de conflitos pela via arbitral, não obstante suas inúmeras vantagens.

Por fim, vale notar que a BM&FBOVESPA, preocupada com a insegurança jurídica decorrente da falta de unanimidade em relação à matéria, entendeu por bem, ao reformar o Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, firmar entendimento de aplicação *erga omnes* do compromisso arbitral. Assim, nos termos do referido Regulamento, ao qual as companhias aderem no momento da listagem nos segmentos especiais de governança corporativa, afasta-se, no caso de ausência de resposta da parte

⁶³¹ “O que o princípio da inafastabilidade do controle jurisdicional estabelece é que ‘a lei não excluirá da apreciação do poder judiciário lesão ou ameaça a direito’. Não estabelece que as partes interessadas não excluirão da apreciação judicial suas questões ou conflitos. Não determina que os interessados devem sempre levar ao judiciário suas demandas. Se se admite como lícita a transção relativamente a direitos substanciais objeto da lide, não se pode considerar violência a Constituição abdicar do direito instrumental de ação através de cláusula compromissória. E, em se tratando de direitos patrimoniais disponíveis, não somente é lícito e constitucional, mas é também recomendável aos interessados – diante do acúmulo de processos e do formalismo excessivo que têm gerado a lentidão das demandas judiciais – abdicarem do direito ou do poder de ação e buscarem a composição do conflito por meio de sentença arbitral cujos efeitos sejam idênticos àqueles das decisões prolatadas pelo Poder Judiciário” (BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Plenário). AgRg na Sentença Estrangeira nº 5206-7. Min. Sepúlveda Pertence. Brasília, 30 abr. 2004)

⁶³² WALD, Arnold. A arbitragem e o direito societário (II): casos práticos. *Revista de Arbitragem e Mediação*, nº 14, 2007, p. 25.

⁶³³ Além disso, conforme CARMONA, um dos autores da Lei de Arbitragem, não é possível a existência de estatuto social híbrido, em que algumas disposições se aplicam a todos os acionistas e outras a apenas alguns. Não obstante defenda a possibilidade de aplicação *erga omnes* da cláusula compromissória, o autor entende que a aprovação de sua inserção no estatuto social deveria ocorrer por unanimidade (CARMONA, Carlos Alberto. *Arbitragem e processo* – um comentário à Lei nº 9.307/96. São Paulo: Atlas, 2007, p. 112).

⁶³⁴ Apenas como exemplo, conforme Anúncio de Encerramento da Oferta Pública Inicial de Distribuição de Ações da Magazine Luiza S.A., aproximadamente 34.500 (trinta e quatro mil e quinhentos) pessoas físicas subscreveram ações da Companhia, passando, assim, a ser acionistas.

requerida ou da recusa de assinatura do termo de arbitragem, a necessidade de propositura de ação judicial a fim de obter execução específica. O procedimento arbitral, assim, terá continuidade, não obstante a sentença arbitral não possa fundar-se somente na revelia.

IV.5.8 Liquidação e dissolução

A forma de liquidação e dissolução⁶³⁵ das sociedades por ações é matéria deixada ao empresário, para o devido tratamento no estatuto social. No entanto, dispõe a lei societária que, caso não haja referida previsão no estatuto, competirá à Assembleia Geral determinar o modo de liquidação e nomear o liquidante e o Conselho Fiscal que devam funcionar durante o período de liquidação, sendo permitido que o Conselho de Administração, se existente, seja mantido.

Não obstante, como anota CARVALHOSA, não se pode fugir dos procedimentos estabelecidos no artigo 210 da lei societária, inclusive na ordem em que são estabelecidos. Adicionalmente, não se poderá contrariar (i) o regime de preferência e ordem na liquidação de obrigações, conforme previsão do artigo 214; (ii) a materialidade e formalidade no que se refere à partilha do ativo e à prestação de contas, conforme artigos 215 e 216⁶³⁶.

Em suma, não obstante a matéria seja, de fato, deixada ao empresário, as inúmeras restrições acabam por limitar a discricionariedade da Assembleia Geral e, assim também a determinação do assunto no estatuto social.

⁶³⁵ O assunto não será aprofundado por fugir ao escopo do presente trabalho, especialmente em razão de as previsões estatutárias acerca do tema serem, nas companhias listadas no Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1, extremamente simples.

⁶³⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários...*, v. 4, t. I, p. 118-119.

V. CONCLUSÃO

Não obstante o presente trabalho tenha se apresentado eminentemente descritivo, é impossível ignorar seu viés prático e a relevância do tema.

Com efeito, a análise se iniciou com a conceituação e descrição das características do princípio da autonomia privada, desde o seu surgimento, com o fim dos laços feudais da Idade Média, e suas restrições, e buscou evidenciar as razões pelas quais essa autonomia foi sendo restringida com o passar do tempo.

Identificou-se, na análise, que, à medida que determinados valores passaram a ser reconhecidos como importantes pelo ordenamento jurídico, passou-se, também, a se buscar sua tutela. Isto é, a partir do momento em que se identificaram valores incidentes aos fatos da vida, foram criadas normas. E isso como regra, aplicando-se tanto à teoria do surgimento dos direitos humanos como à identificação dos valores mais específicos que envolvem a atuação dos agentes econômicos em determinado mercado.

Em um segundo momento, partindo-se da premissa de que os estatutos sociais têm caráter contratual, buscou-se a realização de um recorte temático a fim de identificar as normas aplicáveis aos contratos, aos contratos empresariais, aos contratos de sociedade e, por fim, aos estatutos sociais. O recorte temático levou, ainda, à identificação das normas aplicáveis aos estatutos sociais das companhias abertas com ações admitidas à negociação nos segmentos especiais de governança corporativa da BM&FBOVESPA, cujas companhias listadas estão sujeitas a regras mais rígidas de governança corporativa.

Mas o objetivo da pesquisa não se restringiu à identificação das normas.

Buscou-se compreender qual a razão da existência das normas e, assim, quais os motivos que justificariam a limitação da autonomia privada do empresário. Isto é, identificadas as normas adicionais aplicáveis, buscou-se compreender o porquê do seu surgimento e de sua imprescindibilidade.

Com base na avaliação da evolução da autonomia privada (e suas restrições) e na avaliação da evolução das sociedades por ações e da regulamentação a ela aplicável, percebeu-se que um único elemento acabou por permear todo o trabalho, que poderia, assim, ser referenciado por uma única palavra: equilíbrio. Assim, foi possível notar que a evolução das restrições à autonomia privada, das companhias e do desenvolvimento do

mercado de capitais brasileiro e sua regulação, bem como a busca por normas que tutelassem os interesses de cada agente do mercado foram fundadas na busca pelo equilíbrio.

Não se trata, contudo, de fazer uso de único elemento visando à simplificação extrema, como fizeram os autores da escola de Chicago, que consideravam tão somente a eficiência das transações sob a ótica do interesse das partes, ignorando por completo qualquer possibilidade de efeitos perante terceiros ou perante o mercado.

Ao contrário, a busca pelo equilíbrio evidencia a relação intrincada da realidade (e de seus diversos atores) com as normas jurídicas, sendo a razão pela qual as normas se alteram ao longo do tempo, buscando adaptar-se a diferentes contextos, em que ora prevalece um, ora outro valor ou princípio.

Disso notamos que a busca pelo equilíbrio é a razão do movimento que leva à liberdade extrema do empresário ou à total restrição de sua atuação, sendo que o ponto ótimo é aquele no qual o empresário tem liberdade para o exercício de sua atividade ao mesmo tempo em que o público cujos interesses são envolvidos, direta ou indiretamente na atividade empresarial – credores, fornecedores, empregados, terceiros – é adequadamente tutelado.

Diante de diversos cenários possíveis, o ponto de equilíbrio não pode ser o mesmo para todos. *One size doesn't fit all*. Assim, apenas a título de comparação, enquanto as relações de trabalho e as relações de consumo demandam um maior número de regras aplicáveis, i.e., uma maior rigidez, as relações entre empresários envolvem sempre a busca de maiores retornos e, conseqüentemente, a assunção de maiores riscos.

Da mesma forma, enquanto as relações de trabalho e consumo já estão sedimentadas, na seara empresarial a inventividade dos comerciantes torna o cenário extremamente dinâmico, sendo muito difícil, senão impossível, prever as situações que demandariam alguma forma de tutela jurídica.

Especificamente quanto às sociedades por ações, a história mostrou que a liberdade extrema é impensável, em vista da quantidade de fraudes que poderiam ser perpetradas e, ainda, em vista do número de pessoas e instituições que poderiam ser atingidas de forma grave.

No entanto, restrições extremas também são inadequadas. A própria construção do Bovespa Mais, fundada em normas extremamente rígidas para

companhias menores e que acessariam o mercado de capitais gradualmente, nos mostra que é imprescindível certo campo de liberdade para que o empresário possa atuar de forma eficiente.

Daí a necessidade de regimes legais e autorregulamentares distintos e adequados a cada contexto e a cada espécie de companhia, especialmente considerando-se que as normas (ou a ausência de normas) acabam por ter uma função política. Isto é, daí a necessidade de construção de um sistema de normas que equilibre tanto o interesse do empresário como o interesse dos acionistas e do mercado.

É isso que explica a quase ausência de normas aplicáveis às sociedades por ações antes da “construção” do mercado de capitais brasileiro em 1976: àquela época, não obstante se verificasse a necessidade de desenvolvimento de um mercado acionário, a economia brasileira era basicamente rural e a cultura de investimento dos brasileiros era voltada aos investimentos imobiliários.

Normas passaram, então, a ser adotadas a fim de propiciar o desenvolvimento do mercado de capitais, cada vez mais necessário para o desenvolvimento econômico do país. O ponto ótimo não mais era a ausência de normas (o excesso de liberdade), mas um sistema que garantisse a confiabilidade nesse mercado e, assim, atraísse companhias e investidores.

A finalidade de incentivo do mercado acionário foi refletida na própria lei societária. O objetivo de atração de companhias (e, assim, de investimentos) foi buscado por meio do foco sobre o empresário-empREENDEDOR, que acessaria o mercado de capitais para buscar recursos para o desenvolvimento de suas atividades, e o principal exemplo que pode ser citado é a possibilidade de emissão de ações preferenciais até o limite de 1/3 do capital social, o que permitiria que o empresário-empREENDEDOR continuasse à frente dos negócios com apenas 16,67% do capital social.

Ainda que o sistema como um todo tenha sido bem estruturado, fatores macroeconômicos dificultaram o desenvolvimento do mercado de capitais.

Posteriormente, verificaram-se profundas modificações sociais, econômicas e políticas no mundo, que passou a ser globalizado. O fluxo financeiro global, o aumento do número de investidores institucionais e estrangeiros, mostraram que o pêndulo estava, mais uma vez, desequilibrado: faltavam normas capazes de proteger os investidores, especialmente os minoritários.

E a busca pelo equilíbrio teve início mais uma vez: o sistema foi modificado com a implementação de melhores práticas de governança corporativa na lei societária, por meio da Lei nº 10.303/01, e com a construção, por meio de esforços privados, de um sistema paralelo, com normas muito mais rígidas a serem observadas pelas companhias.

Com a criação do Novo Mercado pela BM&FBOVESPA, o mercado de capitais brasileiro finalmente saiu da fase de estagnação. Ainda que imperfeito, o regime era (e é) adequado à tutela dos investidores e foi capaz de criar um ambiente em que o mercado de capitais é sustentável e confiável. O campo de autonomia privada deixada aos empresários neste mercado é pequeno, mas a contrapartida é visível: a captação de recursos é extremamente facilitada. E aos empresários que não intencionam se submeter a tantas restrições, restam alternativas: a listagem no Nível 2, no Nível 1, a manutenção de suas companhias com capital fechado, ou mesmo a adoção de outros tipos societários.

No atual regime, assim, nota-se que o pêndulo pende para uma maior limitação à autonomia privada, em prol dos investidores e do próprio mercado.

Dentre as restrições à autonomia privada estão aquelas relacionadas ao estabelecimento de cláusulas estatutárias, tanto por meio da legislação e regulamentação em vigor, como, para as companhias com ações admitidas à negociação no Novo Mercado (e também no Nível 2 e Nível 1), por meio dos Regulamentos de Listagem. Estes não só determinam que a companhia deve observar as obrigações nele previstas, mas também determinam, como condição para a listagem e permanência no segmento, a inclusão de cláusulas mínimas nos estatutos sociais.

Como contrato-organização da sociedade, assim, os estatutos sociais devem prever normas capazes de estruturar os diversos interesses que confluem na vida da empresa, estimulando a cooperação dos agentes e buscando soluções viáveis para que a companhia possa exercer sua função social e econômica.

E em vista dos diversos interesses envolvidos na sociedade por ações e no mercado de capitais, fica o empresário adstrito à observação das normas que tutelam os credores, os acionistas minoritários e controladores, os investidores e, ainda, o mercado como um todo.

Fica, destarte, o empresário adstrito a um sistema que busca o equilíbrio de interesses dentro e fora da companhia, e o ponto ótimo entre a inventividade empresarial e a segurança jurídica, imprescindível para a manutenção de todo o sistema.

VI. BIBLIOGRAFIA

AKERLOF, George. *Market for Lemmons. The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, nº 3, p. 488-500, ago./1970.

_____. Origem do Direito Comercial. Tradução e notas: Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 35, nº 103, jul.-set./1996.

ALVES, José Carlos Moreira. *Direito Romano*. 4ª ed. RJ: Forense, 1992.

AMARAL, Francisco. *Direito Civil: Introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

ANTUNES, Contratos Comerciais: Noções Fundamentais. In: *Direito e Justiça: Revista da Faculdade de Direito da Universidade Católica Portuguesa*, volume especial. Lisboa: Universidade Católica Editora Unipessoal.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. *Harvard Law and Economics Research Paper Series*, nº 644. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1436555>. Acesso em jan./2012.

ASCARELLI, Tullio. O empresário. Trad. Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, ano XXXVI, n. 109, jan.-mar./1998, p. 183-189.

_____. *Panorama do direito comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007, p. 15.

_____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*, 2ª. Ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução: Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.35, n.104, p.109-126, out.-dez./1996.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. O Novo Código Civil Brasileiro: tramitação, função social do contrato, boa-fé objetiva, teoria da imprevisão e, em especial, onerosidade excessiva (*laesio enormis*). *Revista Jurídica*, Porto Alegre, v. 51, p. 7-25, 2003.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza jurídica das bolsas de valores no direito brasileiro. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v.48, nº 283, p. 7-30, maio/1959.

_____. *Teoria do estabelecimento comercial*. São Paulo: Max Limonad, 1969.

BENJAMIN, Antonio Herman de Vasconcellos e. O direito do consumidor. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 80, n.670, p.49-61, ago./1991.

BESSONE, Darcy. *Do Contrato*. Rio de Janeiro: Forense, 1960.

BOBBIO, Norberto. *A Era dos Direitos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

BORGES, João Eunápio. *Curso de Direito Comercial Terrestre*. Rio de Janeiro: Forense, 1971.

BORGES, Fernanda; MADUREIRA, Maiara; FRANCISCO, André Marques. Análise jurídica das chamadas poison pills brasileiras. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

BULGARELLI, Waldírio. *Contratos Mercantis*. São Paulo: Atlas, 1990.

_____. Deliberar não deliberar é deliberar? In: *Questões de Direito Societário*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

_____. *Regime jurídico de proteção às minorias nas S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

CAMARGO, João Laudo de; BOCATER, Maria Isabel do Prado. Conselho de Administração: seu funcionamento e participação dos membros indicados por acionistas minoritários e preferencialistas. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito Constitucional*. Coimbra: Almedina, 1999.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Oferta pública para saída de Nível diferenciado de Governança Corporativa. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro; WARDE JR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. *Acordo de Acionistas: homenagem a Celso Barbi Filho*. São Paulo: Saraiva, 2011.

CARVALHOSA, Modesto. As poison pills estatutárias na prática brasileira – alguns aspectos de sua legalidade. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 2011, 4 v.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Aquisição de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

Carlos Alberto. *Arbitragem e processo – um comentário à Lei nº 9.307/96*. São Paulo: Atlas, 2007.

CASTRO, Raphael Velly de. O mercado de capitais como imperativo desenvolvimentista. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v.41, nº 126, p. 42-57, abril-junho/2002.

CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei n. 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

CHINAGLIA. Poder de Controle, influência significativa e influência relevante: breves anotações sobre a interface entre o direito societário e o direito da concorrência. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, e AZEVEDO, Luiz André N. De Moura (Coord). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

COASE, Ronald H. The relevance of transaction costs in the economic analysis of law. In: PARISI, Francesco; ROWLEY, Charles. *The Origins of Law and economics – essays by the founding fathers*. Chetenham: Edward Elgarg, 2005.

COMITÊS DE AUDITORIA no Brasil: melhores práticas de governança corporativa – o desafio continua. PricewaterhouseCoopers. 2007. 2ª ed. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/melhores-praticas-07.pdf>. Acesso em: 16 out. 2013.

COMO E PORQUE tornar-se uma companhia aberta: utilizando o mercado de capitais para crescer. BM&FBOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/guiaaber.pdf>. Acesso em: 8 out. 2013.

COMPARATO, Fábio Konder. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

_____. Proteção ao consumidor: importante capítulo do direito econômico. *Revista de Direito do Consumidor*, São Paulo, v.20, n.77, p.27-46, jan.-mar./2011.

COSTA E SILVA, Francisco da. As ações preferenciais na Lei nº 10.303, de 31.10.2001: Proporcionalidade com as Ações Ordinárias; Vantagens e Preferência. In: LOBO, Jorge (Org.). Reforma da Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COSTA, Mario Julio de Almeida. *Direito das obrigações*. 7ª ed. Coimbra: Almedina, 1998.

CRAVEIRO, Mariana Conti. *Contratos entre sócios*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

CUNHA, Mauro Rodrigues. Contribuições da Amec para aperfeiçoamento dos procedimentos assembleares das empresas brasileiras e votação à distância. AMEC: 4 de Março de 2013.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*. São Paulo: Atlas, 2002.

DUQUE, João. *A regulação do sistema financeiro: uma abordagem pela teoria financeira*. Disponível em: <http://pascal.iseg.utl.pt/~jduque/jd_teoriaregulacao.pdf>. Acesso em 30 out 2009.

EIZIRIK, Nelson et all. *Mercado de Capitais: Regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

_____. *A lei das S.A. Comentada*, v. I. São Paulo: Quartier Latin, 2011

_____. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luiz A. N. M. (Orgs.). Poder de Controle e outros temas de direito societário e

_____. *O papel do Estado na regulação do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1977 (Série Estudos Especiais n. 3).

_____. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 21, n. 45, p. 48-59, jan./mar. 1982

FARINA, Elisabeth M. M. Querido; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione. *Competitividade, mercado, Estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997.

FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. *Introdução ao Estudo do Direito – Técnica, Decisão e Dominação*. 4ª edição. São Paulo: Atlas, 2003.

FERREIRA, Valdemar Martins. *Instituições de Direito Comercial*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1951.

FERREIRA, Valdemar Martins. *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1966.

FORGIONI, Paula Andrea. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.42, nº 130, p. 7-38, abr.-jun./2003.

_____. *Teoria Geral dos Contratos Empresariais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

_____; GRAU, Eros. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Invalidade das Deliberações de Assembleia de S.A.* São Paulo: Malheiros, 1999.

FRIAS, Angelica Ramos de. Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

GILISSEN, John. *Introdução histórica ao direito*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2001.

GILMORE, Grant. *The death of contract*. Columbus: Ohio State University Press, 1974.

GILSON, Ronald. Globalizing corporate governance: convergence of form or function. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 192*, 2001. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=229517>. Acesso em: 6 fev.2013, p.4).

GILSON, Ronald; HANSMANN, Henry; PARGENDLER, Mariana. Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390*, Mar./2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1541226>. Acesso em: 6 fev. 2013.

GOMES, Orlando Gomes; GOTTSCHALK, Elson Guimarães. *Curso elementar de direito do trabalho*. Rio de Janeiro: Forense, 1963.

GOMES, Orlando. *Contrato de Adesão*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1972.

_____. *Contratos*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. *Introdução ao Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

_____. *Novos temas de direito civil*. Rio de Janeiro. Forense, 1983.

_____. *Transformações Gerais do Direito das Obrigações*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1967.

GORDLEY, James. *The philosophical origins of modern contract doctrine*. Oxford: Clarendon Press, 1991.

GORLA, Gino. *El contrato: problemas fundamentales tratados según el método comparativo y casuístico*. Barcelona: Bosch Casa Editorial, 1959, vol. I.

GRAU, Eros. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2012.

GREGÓRIO, Danilo. Novas posologias. In: *Revista Capital Aberto*, ano 5, n. 54, fev/2008. Disponível em: http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=2&i=1772&sec=4

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Convocação de Assembleia Geral por acionista. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v.42, abr.-jun./1981.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The end of history for corporate law. *Harvard Law School Discussion Paper No. 280*, jan. 2000. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=204528>. Acesso em: 6 fev. 2013.

_____; _____. ARMOUR, John. Agency Problems, Legal Strategies and Enforcement. *Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009*, pp. 21-31, 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=616003>. Acesso em 06 fev. 2013.

_____; _____. SQUIRE, Richard. Law and the rise of the Firm. *Yale Law & Economics Research Paper*, nº 326, set. /2005.

KANDIR, Antonio. A nova CVM e a modernização da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001*. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

KASER, Max. *Direito Privado Romano*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1999.

LA PORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. NBER Working Paper No. 5879. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=8179>. Acesso em: março/2012, p. 4.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração e modificações*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, 2 v.

_____; _____. *Direito das Companhias*. Rio de Janeiro: Forense, 2009, 2 v.

_____. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LARUNA, Vivian. A influência da Governança Corporativa no Direito Societário Brasileiro. *Revista de Direito Empresarial*, nº 8, p. 171-187, jul.-dez./2007.

LEÃO JR., Luciano de Souza. Conselho de Administração e Diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LONGHI, Maria Isabel Carvalho; MARTES, Camila Ribeiro; YOSHINAGA, Esther Seiko. A alienação do controle minoritário. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (Coord.). *Mercado de Capitais Brasileiro: doutrina, cases & materials*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

LIRA, José-Ricardo Pereira. A Onerosidade Excessiva no Código Civil e a Impossibilidade de Modificação Judicial dos Contratos Comutativos sem Anuência do Credor. *Revista de Direito Renovar*, vol. 44-45, 2009.

LOPEZ, Teresa Ancona. Princípios Contratuais. In: FERNANDES, Wanderley (coord.). *Contratos Empresariais: fundamentos e princípios dos contratos empresariais*. São Paulo: Saraiva, 2007 (Série GVLaw).

LORIA, Eli; MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. A formação histórica da sociedade anônima e a sua contribuição para o desenvolvimento econômico. *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 56, p. 247-275.

MACEDO JUNIOR, Ronaldo Porto. *Contratos relacionais e defesa do consumidor*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor: o novo regime das relações contratuais*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999.

MARQUES, Cláudia Lima. *Contratos no Código de Defesa do Consumidor*. 4^a ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

MARTIN, Antonio. Sobre a Seção IX – Da ineficácia e da revogação de atos praticados antes da falência. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2007.

MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

_____. *Curso de Direito Comercial*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um sistema em construção – as cláusulas gerais no projeto do Código Civil Brasileiro. In Revista dos Tribunais, ano 87, v. 753, jul. 1998.

_____. A noção de contrato na história dos pactos. *Revista Organon*, Porto Alegre, nº 19, 1992.

MATTIETTO, Leonardo. Ensaio sobre o princípio do equilíbrio contratual. *Revista IOB de Direito Civil e Processual Civil*, Porto Alegre, v. 8, n. 48, p.128-35, jul.-ago./2007.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 59.

_____; PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do mercado acionário brasileiro desde 1964. In: LIMA, Maria Lúcia Pádua (coord.) *Direito e Economia: 30 anos de Brasil*, tomo 2 (série GVLaw). São Paulo: Saraiva, 2012.

MB ASSOCIADOS. *Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro: Estudos para o Desenvolvimento do Mercado de Capitais*. Bovespa, 2000.

MELLO, Celso Antonio Bandeira. *Curso de Direito Administrativo*. São Paulo: Malheiros, 2009.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado De Direito Commercial Brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1962.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. Autonomia privada: conceito, atuação e limites. *Revista da Faculdade de Direito de São Bernardo do Campo*, v. 7, nº 9, p. 53-60, 2003.

MONTEIRO, Antonio Pinto. *Cláusulas limitativas e de exclusão de responsabilidade civil*. Coimbra: Almedina, 2003.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*, v. I. São Paulo: Saraiva, 2009.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.

_____. Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: CASTRO, Rodrigo Monteiro M. de e ARAGÃO, Leandro Santos (Orgs.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. *Empresa contemporânea e direito societário: Poder de Controle e Grupos de Sociedades*. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2002.

_____. Transferência de controle nas Companhias sem controlador majoritário. In: CASTRO, Rodrigo R. M. de; AZEVEDO, Luiz A. N. M. (Orgs.). *Poder de Controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. Anotações sobre medidas defensivas à tomada de controle. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

NEGREIROS, Teresa. *Teoria do contrato: novos paradigmas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2000.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 76, p. 15-25.

_____. *Aumento de Capital das Sociedades Anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (Org.). *Reforma da*

Lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001. Rio de Janeiro: Forense, 2002

_____. Eleição de membros do conselho de administração pelos acionistas minoritários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo*, v. 131, jul.-set., 2003, p. 148-152.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, Economia e Mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 254 Disponível em: WWW.cvm.gov.br/port/infos/6491-0.asp

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. Tratado de direito privado. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1954.

PONTES, Evandro Fernandes de. Pedido público de procuração (notas sobre a representação em assembleias gerais de companhias abertas no Brasil. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Org.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

POSNER, Eric A., Economic Analysis of Contract Law after Three Decades: Success or Failure? *Chicago Law & Economics, Olin Working Paper*, nº 146, 2002. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=304977>. Acesso em jun./2013.

PRADO, Roberta Nioac. Oferta Pública de Ações Obrigatória nas S. A.: *tag along*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

PRATA, Ana. *A tutela constitucional da autonomia privada*. Coimbra: Almedina, 1982.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Concentração empresarial e o Direito da Concorrência*. São Paulo: Saraiva, 2001.

_____. *Insider Trading: Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

_____. *Regime jurídico do uso de informações privilegiadas no mercado de capitais - insider trading*. Tese (doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.

REALE, Miguel. *Lições Preliminares de Direito*, 20ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2009

_____. Visão geral do Projeto de Código Civil. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 87, nº 752, p. 22-30, jun./1998. Disponível em: www.miguelreale.com.br. Acesso em ago./2013.

RIBEIRO, Milton Nassau. Fundamentos e efeitos jurídicos da Governança Corporativa no Brasil. *Revista Brasileira de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 41, nº 127, p. 165-174, 2002.

ROBERT, Bruno. *Dividendo Mínimo Obrigatório nas S/As – Apuração, Declaração e Pagamento*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ROCHA, Bolivar B.M. O poder normativo de órgãos da administração – o caso da comissão de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, nº 64.

ROE, Mark; BEBCHUK, Lucian. A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131*, nov. 1999. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=202748>. Acesso em: 6 fev. 2013.

ROPPO, Enzo. *O Contrato*. Coimbra: Almedina, 2009.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *Direito Concorrencial: as condutas*. São Paulo: Malheiros, 2007.

_____. *Direito concorrencial: as estruturas*. São Paulo: Malheiros, 2002.

_____. Função social do contrato: primeiras anotações. *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 823, p. 67-86, mai./04.

_____. *O novo direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2006.

SANTANA, Maria Helena et al. *O Novo Mercado*. International Finance Corporation, 2008.

SANTOS, Aline Menezes. Reflexões sobre Governança Corporativa no Brasil. *Revista Brasileira de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 42, nº 130, p. 180-206, abr.-jun./2003

SCHLABENDORFF, Adriana. *A reconstrução do direito contratual: o valor social do contrato*. 2004. Tese (Doutorado em Direito Civil) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVA, José Afonso da. *Curso de Direito Constitucional positivo*. São Paulo: Malheiros, 2005.

SMITH, Geri. Brazil Goes Investment-Grade. Bloomberg Business Week. 1 maio de 2008. Disponível em: <http://www.businessweek.com/stories/2008-05-01/brazil-goes-investment-gradebusinessweek-business-news-stock-market-and-financial-advice>. Acesso em: 20 de novembro de 2011.

SPERCEL, Thiago. *Mercado de capitais e insider trading*. 2007. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

SZTAJN, Rachel. Externalidades e custos de transação: a redistribuição de direitos no Código Civil. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 43, nº 133, p. 7-31, jan.-mar./2004.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda; GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro*, v. 1, São Paulo : José Bushatsky, 1979.

SZTAJN, Rachel. Regulação e mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v.43, nº 135, p. 136-147, jul./set. de 2004.

TEPEDINO, Ricardo. Assembleia Geral. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*, v. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

THE KEY TO INDUSTRIAL CAPITALISM: limited liability. *The Economist*, 23 dez. 1999. Disponível em: <http://www.economist.com/node/347323/print>. Acesso em: 27 mar. 2012.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. Poison pill: modismo ou solução. In: Castro, Rodrigo R. M. de; Aragão, Leandro Santos de (Coord.). *Direito Societário: Desafios Atuais*. São Paulo, Quartier Latin, 2009.

TRINDADE, Marcelo F. O Papel da CVM e o Mercado de Capitais. In: SADDI, Jairo (org.). *Fusões e Aquisições: Aspectos Jurídicos e Econômicos*. São Paulo: IOB, 2002;

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. *Economia: Micro e Macro*. São Paulo: Atlas, 2002, p. 38-40.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*. São Paulo: Malheiros, 2004, 4 v.

VIEGAS, Leonardo. O IBGC Internacional. In: IBGC. *Governança corporativa: internacionalização e convergência*. São Paulo: Saint Paul, 2010 e IBGC. *Uma década de governança corporativa – História do IBGC, marcos e lições da experiência*. São Paulo: Saint Paul; Saraiva, 2006.

VIVANTE, Cesare. Os comerciantes. Tradução: Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 102, ano XXXV, p. 134-138, abr.-jun./1996.

WALD, Arnold. A arbitragem e o direito societário (II): casos práticos. *Revista de Arbitragem e Mediação*, nº 14, 2007.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Elsevier, 2009.

ZANINI, Carlos Klein. A *poison pill* brasileira: desvirtuamento, antijuridicidade e ineficiência. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.