ELI LORIA

**COMPANHIA ABERTA: OBJETO SOCIAL E
OPERAÇÕES DE RISCO**

Orientador: Professor Titular Newton De Lucca

Tese de Doutorado

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
São Paulo – 2012

ELI LORIA

**COMPANHIA ABERTA: OBJETO SOCIAL E
OPERAÇÕES DE RISCO**

Orientador: Professor Titular Newton De Lucca

Trabalho apresentado à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo como
requisito para obtenção do título de Doutor
em Direito Comercial.

São Paulo, 16 de agosto de 2012.

Com muito amor e carinho, dedico esta tese
a minha mulher Leila e a meu filho Daniel.

Agradecimentos

Agradeço profundamente ao meu orientador Professor Doutor Newton De Lucca cujo exemplo de dedicação, de estudo e de trabalho engrandece a todos que com ele convivem.

Agradeço igualmente aos Professores Doutores Francisco Satiro de Souza Júnior e Paulo Salvador Frontini pelas valiosas observações feitas quando do exame de qualificação.

Agradeço aos Professores Doutores Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Eros Roberto Grau, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França, Paula Andréa Forgioni, Mauro Rodrigues Penteado e Eduardo Secchi Munhoz pelos profícuos ensinamentos ao longo do curso.

Agradeço aos amigos Hélio Rubens de Oliveira Mendes, Márcia Tanji, Maiara Madureira, Ilene Patrícia Noronha Najjarian, Flávia Hana Masuko Hotta, Marcos Galileu Lorena Dutra e Margareth Noda pelo incentivo e pela troca de idéias em nossos encontros.

Agradeço a Leila, a Daniel e a minha nora Roberta, bem como a toda a minha família, pelo apoio irrestrito que recebi nestes anos de estudo.

Resumo

A presente tese objetiva trazer subsídios para a discussão em torno de uma realidade recente no Brasil, qual seja, a crescente utilização de instrumentos financeiros pelas companhias abertas vis a vis seu objeto social, o que exige a proteção de seus investidores e credores.

É tratada a tutela do objeto social na legislação societária para as companhias abertas, tipo específico de sociedade escolhido pela gama de interesses que a cercam e pela importância no atual estágio de desenvolvimento do mercado de capitais.

Para tanto, será demonstrada a utilidade da cláusula do objeto social na realidade das companhias abertas segundo um ponto de vista tríplice, (i) a disciplina do contrato, (ii) a capacidade de agir da sociedade e (iii) os atos *ultra vires* praticados pelos administradores, abordando o princípio da boa-fé, teoria da aparência, abuso de poder, em suas modalidades de excesso de poder e desvio de poder, à luz de uma nova realidade descortinada pela crise global de 2008, pela evolução tecnológica e disseminada utilização de complexos instrumentos financeiros.

Verificando-se a utilização de instrumentos derivativos complexos e de derivativos de câmbio pelas companhias abertas em operações realizadas no mercado de balcão, de forma pouco transparente e sem controle adequado do risco, que acarretaram substanciais prejuízos em detrimento de todos os acionistas, apresenta-se como indagação se tais operações financeiras especulativas extrapolaram o conteúdo do objeto social e se poderiam, ou não, ter sido contratadas.

Palavras-chave : companhia aberta ; objeto social ; operações de risco ; instrumentos financeiros ; responsabilidade da administração.

Abstract

This thesis purports to provide arguments in connection with a current reality in Brazil, consisting of the increasing use of financial instruments by publicly-held companies vis a vis their corporate purpose, what requires the protection of investors and creditors.

This thesis addresses the rules related to the corporate purpose that are provided for in the corporation law, and that are applicable to publicly-held companies, a corporate type which is elected by various interests surrounding it and by the importance in the current development of the capital market.

In this respect, the utility of the corporate object clause in the activity of publicly-held companies will be demonstrated through a triple point of view: (i) the rules related to the corporate by laws; (ii) the company's capacity to act; and (iii) the ultra vires acts performed by the managers of the company, in view of the good-faith principle, disregard institute, abuse of rights, in its modalities of exciding rights and deviation of rights, in the context of the 2008 global crisis, the technological progress, as well as the wide use of complex financial instruments.

In view of the use of both sophisticated derivative instruments and foreign exchange derivatives by publicly-held companies in transactions carried out on the over-the-counter market, in a non-transparent manner and without appropriate risk-control, which resulted in substantial losses to all shareholders, it lights up the discussion whether such speculative financial transactions exceeded the limit of the relevant corporate object, and whether they could, or could not, be agreed upon.

Keywords : publicly-held companies ; corporate purpose ; risky transactions ; financial instruments ; management responsibilities.

Résumé

Cette thèse vise à fournir des éléments pour un débat sur une réalité récente au Brésil, à savoir l'utilisation croissante des instruments financiers par des sociétés avec appel public à l'épargne par rapport ses objectifs sociaux, ce qui suscite la protection des investisseurs et des créanciers.

On a considéré la protection du objectif social de sociétés avec appel public à l'épargne, car c'est le type d'entreprise spécifique que réveille plus des intérêts et qui a plus d'importance dans le stade actuel de développement des marchés de capitaux.

Pour ce faire, il sera démontré l'utilité de la clause de objectif social de ce type de société dans un triple point de vue, (i) la discipline du contrat, (ii) la capacité d'agir dans la société et (iii) les actes *ultra vires* commis par des administrateurs, tout face au principe de la bonne volonté, la théorie de l'apparence, l'abus de pouvoir, dans ses modalités d'excès de pouvoir et de détournement de pouvoir, à la lumière d'une nouvelle réalité provoqué par la crise mondiale de 2008, par les développements technologiques et l'utilisation généralisée des instruments financiers complexes.

Avec l'analyse de la utilisation d'instruments dérivatives complexes et des dérivatives de contractes de change par ces entreprises dans les opérations sur le marché ouvert de une façon peu transparent et sans contrôle adéquat du risque, ce qui a conduit à des pertes substantielles au détriment de tous les actionnaires, on pose la question si telles opérations de spéculation financière ont extrapolé l'objectif social et, si pouvaient, ou pas, avoir été embauché.

Mots-clés : entreprise publique ; objectif social ; opérations à risque ; instruments financiers ; responsabilité de la direction.

Sumário

Capítulo I. Introdução	1
Capítulo II. A evolução histórica do objeto social na disciplina empresarial	8
Capítulo III. A evolução da contratualística e os modernos princípios de interpretação do contrato	21
III.1 A atividade empresarial	21
III.2 Exercício da atividade empresarial e dinâmica contratual	23
III.3 Autonomia metodológica dos contratos empresariais	25
III.4 A função econômica do contrato empresarial	26
III.5 Os efeitos benéficos da relação contratual: controle do oportunismo e correção das deficiências informacionais	28
III.6 A eterna busca pela segurança nas transações	31
III.7 Controles contratuais: limites à liberdade individual	37
III.8 A temática contratual e os contornos do objeto social	40
Capítulo IV. Constituição e preenchimento do objeto social	42
IV.1 O objeto social e a teoria do contrato social	44
IV.2 Requisitos do objeto social	45
IV.2.1 O intuito lucrativo	46
IV.2.2 A licitude	48
IV.2.3 A possibilidade	49
IV.2.4 A delimitação	50

IV.3 A interpretação do objeto social	52
IV.4 Objeto social, personalidade jurídica e limitação da responsabilidade	54
Capítulo V. Objeto social e gestão da companhia aberta	56
V.1 Objeto social como exercício de atividade econômica	56
V.2 Objeto social e capacidade da sociedade	57
V.3 A vinculação da sociedade pelos atos dos administradores	58
V.4 Desvio de objeto, teoria <i>ultra vires</i> e ato de liberalidade	61
V.5 A responsabilidade da administração	73
V.6 O princípio da boa-fé e sua evolução no direito comercial	84
V.7 A mudança de objeto social e o direito de retirada	93
Capítulo VI. Mercado e objeto social	109
VI.1 Existe uma ordem jurídica do Mercado?	112
VI.2 Análise econômica do direito	117
VI.3 Objeto social e interesse social	120
VI.4 Objeto social e subcapitalização	125
Capítulo VII. Risco e instrumentos financeiros	129
VII.1 A inovação financeira	130
VII.2 A evolução dos valores mobiliários	132
VII.3 Os instrumentos financeiros	141

VII.3.1 Contratos a termo	149
VII.3.2 Contratos futuros	149
VII.3.3 Opções	151
VII.3.4 <i>Swaps</i>	153
VII.3.5 Derivativos de crédito	155
VII.4 Categorização e administração de risco	158
VII.5 Características dos instrumentos financeiros segundo uma perspectiva contratual: limitação da autonomia privada	168
VII.6 Notas acerca da crise financeira	174
Capítulo VIII. Conclusões	180
Bibliografia.	188

Capítulo I. Introdução

O regime jurídico do objeto social, sobretudo após a década de 1970, surge como tema de diversas obras¹. Na Itália, em especial, a disciplina passou por um profundo processo de transformação, principalmente no tocante ao quadro geral em que se insere a sua disposição.

O esforço empreendido neste trabalho está, dentro de um escopo de interpretação sistemática, na demonstração da utilidade da cláusula do objeto social na realidade das companhias abertas.

A doutrina costuma analisar a questão segundo um ponto de vista tríplice: a disciplina do contrato; a capacidade de agir da sociedade; e os atos *ultra vires* praticados pelos administradores².

É fato que a expansão do mercado de capitais brasileiro se apresenta como uma realidade que exige a proteção do investidor pelos órgãos reguladores e autorreguladores. As companhias abertas gerem recursos de terceiros visando à consecução de sua finalidade lucrativa e a realização do interesse social. Os investidores, ao aportarem recursos na companhia aberta em um aumento de capital ou ao se tornarem acionistas por meio de aquisições de ações no mercado secundário, possuem o direito à informação como medida protetiva. Assim, também, os detentores de títulos de dívida emitidos pelas companhias abertas.

Recentemente, em meio à crise global de 2008, com origem na bolha imobiliária estadunidense, fruto da forte expansão no crédito, em especial das hipotecas, com critérios não seletivos para a concessão de empréstimos, verificou-se deficiências na regulação que redundaram na falta de transparência e no excesso de alavancagem³ de instituições financeiras e empresas em geral. Tais fatos acarretaram forte crise de confiança no mercado financeiro e a depressão dos preços dos ativos.

¹ LA VILLA, Gianluca. *L'oggetto sociale*. Milão: Giuffrè, 1974; BERTACCHINI, Elisabeta. *Oggetto sociale e interesse tutelato nelle società per azioni*. Milão: Giuffrè, 1995; BIANCA, Massimo. *Oggetto sociale ed esercizio dell'impresa nelle società di capitali*. Milão: Giuffrè, 2008.

² BULGARELLI, Waldírio. A teoria *ultra vires societatis* perante a Lei das Sociedades por Ações in *Questões de direito societário*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1983, pp. 1-16.

³ O conceito de alavancagem pode ser definido como a capacidade da companhia incrementar seus lucros com a utilização de recursos de terceiros, como, por exemplo, emissão de títulos de dívida.

A utilização de instrumentos derivativos complexos, em especial de derivativos de câmbio pelas companhias abertas no Brasil e por intermédio de suas subsidiárias no exterior, em operações realizadas no mercado de balcão de forma pouco transparente e sem controle adequado do risco, acarretou substanciais prejuízos em detrimento de todos os acionistas, constatando-se um fraco monitoramento dos riscos e falhas nos controles internos das companhias face à elevação da volatilidade do câmbio.

Deve ser indagado se tais operações financeiras estão contidas no objeto social ou se o extrapolam, sabendo-se que no mercado brasileiro ainda prevalece a concentração do poder em mãos de maiorias acionárias nas companhias abertas, diferentemente da concepção clássica de que a companhia aberta típica se caracteriza pelo controle acionário disperso, conforme preceituado por BERLE e MEANS⁴.

A discussão que será travada neste trabalho circunscreverá o conjunto de atividades que podem conter o objeto social de uma determinada companhia. Este assunto tem regramentos diferenciados, conforme se estuda os diversos ordenamentos existentes, segundo sua tradição, de *common* ou *civil law*.

Temos, assim, que o arcabouço jurídico que cerca as sociedades anônimas, as *corporations*, nos países de *common law*, as aproxima das associações de fato de pessoas dispostas a desenvolver um determinado tipo de negócio, não estabelecendo regras, tampouco estipulando limites, à atividade para a qual a sociedade foi criada. Já na tradição do *civil law*, em regra, os ordenamentos jurídicos desenvolveram o tipo sociedade anônima mais próxima a outros contratos cujo escopo era o de permitir o desenvolvimento de determinadas atividades econômicas.

Afirma BERTACCHINI, tendo por pressuposto o acima estipulado, que o ordenamento jurídico alemão permite que as sociedades anônimas sejam constituídas sem que o objeto preveja qualquer intuito lucrativo. Já para outros ordenamentos ligados à *civil law*, a sociedade anônima se presta para o exercício de atividades mercantis, isto é, que visam o lucro⁵.

⁴ BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1968.

⁵ In ob. cit. pp. 109-110.

Claramente é essa a situação em que nos encontramos, haja vista o quanto estipulado no art. 3º da Lei 6404/76⁶, acerca da necessidade do exercício de atividades lucrativas, uma vez adotado o tipo sociedade anônima.

A atividade referida no objeto social apresenta caráter próprio e de conformar-se com o tipo societário adotado. Vale dizer: não seria admissível a constituição de uma sociedade que não tivesse escopo lucrativo, índole mercantil, em que se optasse pelo tipo sociedade anônima.

Da mesma forma, não seria admissível a constituição de uma associação para a assunção de uma empreitada cujo escopo fosse a assunção de determinados riscos para a consecução do escopo lucrativo.

O legislador foi sábio em regular de diferentes formas situações que, em suma, apresentam diferenciados níveis de risco do ponto de vista da atividade realizada.

Nesse caso, a substancialidade da atividade desenvolvida deve subsumir-se à formalidade do tipo societário escolhido. A ocorrência, pois, de uma sociedade que apresentasse um descasamento entre o tipo societário escolhido e a atividade desenvolvida, deveria impossibilitar o seu registro, no registro de comércio.

Deve ser observado, desde esse ponto de vista formal, que não existe, exceto para alguns casos especiais, como o das instituições financeiras, a obrigação de que as empresas mercantis adotem, obrigatoriamente, o tipo “sociedade anônima”. A obrigação constante do referido art. 3º diz respeito, apenas, à obrigação das sociedades que se revestirem do tipo sociedade anônima de desenvolverem atividade lucrativa.

Como disposto no art. 2º⁷, § 2º, da LSA, o objeto social de uma companhia deve ser definido de modo preciso e completo pelo acionista controlador e administradores da companhia. A citada regra, no entanto, conforme se terá a possibilidade de analisar

⁶ Doravante referenciada como LSA ou lei societária ou lei do anonimato.

⁷ “Art. 2º Pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.”

§ 1º Qualquer que seja o objeto, a companhia é mercantil e se rege pelas leis e usos do comércio.

§ 2º O estatuto social definirá o objeto de modo preciso e completo.

§ 3º A companhia pode ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, a participação é facultada como meio de realizar o objeto social, ou para beneficiar-se de incentivos fiscais.”

adiante, suscita um sem número de questões quando confrontada com a realidade negocial a que estamos expostos.

Assim, no estudo que ora se apresenta, verificar-se-á a possibilidade, sempre do ponto de vista legal, de existirem negócios não usuais na exploração do objeto social da companhia além daqueles autorizados expressamente pelo art. 179, inciso II, da LSA, quais sejam, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia.

Todas essas questões serão desenvolvidas da seguinte maneira: em primeiro lugar, será apresentada uma breve introdução histórica acerca das figuras societárias construídas ao longo do tempo que permitiram a realização dos empreendimentos idealizados pelas sociedades de cada época. Será visto que a associação de pessoas, desde os primórdios da sociedade humana, sempre foi o veículo encontrado para a construção das empresas mais grandiosas, nos mais diversos ramos da economia, variando, no entanto, a preocupação com a tutela do objeto social para cada um dos tipos societários.

Em seguida, o objeto social será analisado concretamente. Iniciando a exposição com a discussão acerca da veste contratual com a qual deve ser enxergada aquela particular atividade definida como objeto social, pelo que o instituto será tratado quando da criação da sociedade, pautando a reflexão acerca dos seus requisitos e interpretação.

A discussão acerca de qualquer tema pertinente às companhias traz a necessidade da anterior discussão acerca do contrato social (como instrumento que rege a vida societária). Na verdade, o tema objeto social implica a análise da evolução do fenômeno contratual nos séculos XX e XXI, como cânone da prevalência do acordo de vontade e da autonomia privada que permitiram o desenvolvimento da atividade econômica num contexto de alternância de políticas governamentais acerca do controle da economia.

Trata-se, sobretudo, de entender o direito aplicável aos contratos. Compreender a razão de ser do conjunto de regras, normas e princípios aplicados aos

contratos, bem como a sua natureza mutável, sem perder de vista a especialidade do contrato de sociedade.

Como efeito, mudando a visão político-econômica, muda a regulação do contrato, embora não mude a sua função. Muda o controle do Estado sobre a economia, mudam as regras acerca dos contratos. Mas, permanece a função primordial de dar forma às operações econômicas.

Destarte, se a autonomia privada sofre maior ou menor limitação, o seu instrumento de significação jurídica, o contrato, também sofre e toda essa matéria deságua no âmbito do direito comercial.

Assim, se o direito comercial de hoje não mais se prende aos atos de comércio, mas sim à teoria da empresa, a fenomenologia moderna das relações comerciais vale-se em muito da companhia aberta⁸.

Posteriormente, já tendo presente o cotidiano societário, será analisado o objeto social desde o ponto de vista do seu preenchimento, isto é, a capacidade da sociedade de desenvolver a atividade econômica constante do estatuto social, ou, ao reverso, a distância entre o que fora pactuado e a atividade que realmente se desenvolve.

Nessa parte também serão analisados os poderes dos administradores, sua responsabilidade, a vinculação da companhia e a questão dos terceiros envolvidos, quando da discussão dos atos *ultra vires*.

Haverá discussão das hipóteses de incidência do direito de retirada de acionistas discordantes das deliberações que afrontem ou modifiquem o objeto social da companhia, com respaldo em casos concretos.

⁸ Ver, entre outros, CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 3ª ed. rev., v.6. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1939; COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970; BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1988; DE LUCCA, Newton. *Código Civil comentado. Livro II, do direito de empresa*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008; FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009, SZTAJN, Rachel. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

Deve-se ressaltar que a importância da análise do objeto social tem respaldo tanto na legislação que disciplina a matéria como na sua eficácia real.

As normas, então, servirão de base para a análise da teoria que cerca o objeto social. Por esta razão, é necessária a identificação não só da legislação em vigor, no sentido formal, mas sim, de quais são os dispositivos verdadeira e materialmente aplicados.

O instituto do abuso de poder, por seu turno, quando centrado nas figuras do controlador e dos administradores e representantes da sociedade, reveste-se de outra forma. Em verdade, uma vez que se reconhece um poder-dever desses agentes, no que tange à condução da vida societária, transforma-se aquele instituto em desvio de poder.

Com efeito, a aplicação da teoria do abuso de poder está positivada e reconhecida em nossa legislação, sobretudo calcada no estudo das figuras do abuso de direito, do fim social, da boa-fé e dos bons costumes.

Dessa maneira, trataremos do fim social e dos bons costumes, além dos já mencionados abuso de direito e boa-fé. O fim social aí identificado não somente com objeto social, mas com a figura da função social de índole anteriormente contratual. Os bons costumes, por sua vez, têm significação difícil, sempre ligada aos valores culturais de determinada sociedade e época, formada por idéias de cunho moral, político, filosófico e, não raro, religioso. O estudo aí se pautará pela análise casuística.

Não se pode olvidar a seguinte ressalva: a teoria do abuso de poder sofre hoje um grande abrandamento, encontrando maior respaldo no que respeita à solução de conflitos de interesses que podem existir na vida societária⁹.

Passando a uma análise da influência concreta do objeto social em todo o desenrolar da vida societária, tem-se, primeiramente, que a proteção legal deste instituto alcança tanto acionistas quanto debenturistas, haja vista as disposições dos arts. 57 e 64 da LSA. O objeto social ainda faz sentido na hipótese de direito de retirada quando de sua mudança. Isso porque o art. 137 regula o direito de retirada do acionista dissidente de deliberação de modificação do objeto social.

⁹ Cf. SÁ, Fernando Augusto Cunha de. *Abuso do direito*. Coimbra: Almedina, 2005, pp. 15 e ss.

Haverá ainda importância do estudo do objeto social para discussão do interesse social, do aumento de capital e para a análise do dever de lealdade, tanto da maioria, quanto da minoria, bem como dos administradores.

A seguir, será estudada a questão que mais chama a atenção quando se trata do objeto social. Trata-se da análise da atuação das companhias no mercado de capitais por meio de operações com instrumentos financeiros complexos.

Como visto, o presente trabalho pretende rever a abordagem que os doutrinadores, ao longo do tempo, vêm adotando ao tratarem do objeto social, ato *ultra vires*, princípio da boa-fé, teoria da aparência, abuso de poder, em suas categorias de excesso de poder e desvio de poder, à luz de uma nova realidade descortinada pela crise global de 2008, pela evolução tecnológica e disseminada utilização de novos instrumentos financeiros, como opções e operações de *swap*, em operações complexas com diversos ativos subjacentes, mercadorias, taxa de juros e câmbio, no Brasil e por intermédio de subsidiárias no exterior, sem que os acionistas e credores da companhia aberta, aquela que buscou recursos junto à poupança popular, tenham o devido acesso à informação ou tenham autorizado as operações.

Indaga-se se tais operações estão contidas no objeto social ou se o extrapolam, perpassando pelas medidas legais de proteção aos acionistas e credores envolvendo o referido instituto.

Discutiremos, em suma, a tutela do objeto social na legislação societária, com fulcro na disciplina das companhias abertas. A escolha deste tipo específico de sociedade tem que ver com a gama de interesses que a cercam e a importância que esta adquire no atual estágio de desenvolvimento do mercado.

Capítulo II. A evolução histórica do objeto social na disciplina empresarial

Para que tracemos o histórico da evolução da noção de objeto social e empreendimento, de empresa em seu sentido econômico, como atividade produtiva, torna-se necessário um regresso aos primórdios do processo de produção do excedente e sua comercialização ou troca. A importância do objeto social remonta a uma época anterior às companhias colonizadoras, já sendo reconhecido o instituto nas primitivas formas associativas com intuito lucrativo.

A Antiguidade, entretanto, pouco nos interessa desde esse ponto de vista, isto porque grande parte da atividade produtiva tinha base agropastoril, desenvolvida em nível familiar para a subsistência, ocorrendo, circunstancialmente, a troca de excedentes. Povos como os da Babilônia e da Fenícia, que se destacaram pela inventividade, inclusive na produção de instrumentos assemelhados aos contratos¹⁰, eram muito dependentes do comércio marítimo, o que estimulou a produção de regras próprias, como o Código de Hamurabi¹¹ e a Lei de Rodes^{12 13}.

No que tange aos gregos e aos romanos, há quem entenda que, mesmo com a criatividade que lhes deu o devido destaque na história, tais povos não levaram adiante empreendimentos no campo econômico¹⁴. Por essa razão, não se afigurou, nessa época, uma distinção entre “tipos societários”.

¹⁰ Comentários a respeito de arranjos negociais na Mesopotâmia, Assíria e Fenícia podem ser encontrados em MICKLETHWAIT, John e WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea*. New York: The Modern Library, 2005.

¹¹ Cf. TAVARES, Assis. *As sociedades anônimas: conceitos fundamentais, regime fiscal e para-fiscal*. 3ª ed. Lisboa: Clássica, 1982, pp. 25-26, comentando que o Código de Hamurabi em seus parágrafos 98, 99 e 107 faz referência a contratos de sociedade.

¹² Dentre essas leis destaca-se a *Lex Rhodia de Jactu* tratando de avaria grossa. A data das mesmas é incerta existindo estimativas de que tenham sido editadas entre 900 e 400 a.C. Existe referência à Lei marítima de Rodes em sentença do séc. II d.C. no Código de Justiniano, livro XIV, tit. II. Ver BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. 2ª ed. São Paulo: Forense, 1964, p. 18, nota 2: “Isto é, dispõe-se na lei Rhodia que se para aliviar um navio se fêz alijamento de mercadorias, seja ressarcido pela contribuição de todos o dano que em benefício de todos se causou.”

¹³ FERREIRA, Waldemar Martins. *Instituições de direito comercial. O estatuto do comerciante e da sociedade mercantil*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1951, p.28.

¹⁴ Cf. LOPEZ, Robert S. *The commercial revolution of the middle ages, 950-1350*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005, p. 1.

Havia, de fato, entidades compostas por membros de uma mesma família, com todo o peso conceitual que o termo supunha à época, em forma semelhante às sociedades em comandita¹⁵. Há, entretanto, posição divergente, no sentido de que os gregos, especialmente a cidade de Atenas, erigiram-se sim em razão da potência comercial que alcançaram¹⁶.

Com efeito, no direito romano, não obstante a reconhecida falta de um direito comercial autônomo, já se fazia presente a noção de objeto social, tanto no que tange à sua posição estrutural no âmbito interno da sociedade, quanto do ponto de vista funcional como limite da atividade a ser exercida pela sociedade.

O direito romano serviu, ainda, de suporte normativo no período da baixa Idade Média¹⁷, no momento de construção de um direito comercial autônomo, trazendo importantes contribuições, entre as quais as noções de contrato, e que contribuíram sensivelmente para o desenvolvimento econômico e para a entrada na era capitalista e abandono da estrutura feudal.

A contribuição romana, pois, funda-se no legado do contrato de sociedade, porquanto este estabelecia, desde então, os limites dos direitos e obrigações a serem contraídos. E o objeto social representava um limite com respeito à atividade a ser desenvolvida, ou acerca da localização geográfica do empreendimento.

Na época de ouro de Roma, no dizer de LOPEZ¹⁸, a população, em franco crescimento, não sofria com as mazelas, mesmo os trabalhadores e aldeões. Os recursos que circulavam na economia eram normalmente empregados em empreendimentos de índole comum, mesmo dos que não pertenciam à mesma família, como no caso da *societas omnium bonorum*. O comércio era praticado por escravos e *filius familiae*¹⁹, e o direito se

¹⁵ In TAVARES, ob. cit., p.2.

¹⁶ Confrontar FERREIRA in ob. cit. (*Instituições*), p.28.

¹⁷ Período que vai do século XI ao século XV.

¹⁸ In LOPEZ, ob. cit., p. 2.

¹⁹ Uma vez que a capacidade de negociar dependia da propriedade, foi reconhecida a autonomia dos escravos e dos *filius familiae* para negociar considerando-se que seus atos eram praticados pelo *pater familiae* o que, no entanto, não tinha reflexo em seu patrimônio, podendo a posse ser adquirida por intermédio de pessoas submetidas a uma *potestas*.

detinha mais com a propriedade imobiliária, pelo que os bens móveis (e o comércio que com eles se fazia) eram considerados *res vilis*²⁰.

O governo tinha, ainda, grande participação na economia: interferia diretamente na produção e distribuição de grãos, metais, artefatos militares e também no comércio exterior. Ademais, havia um dado cultural que limitava ou restringia o comércio, já que este era considerado inadequado às elites, mas não aos comuns. As restrições feitas ao comércio tinham uma razão fundamental que concernia às limitações aos ramos mais rendosos, como aqueles dos bens indispensáveis às massas e bens de luxo aos mais ricos.

Daí porque não se reconheceu a personalidade jurídica ao instrumento de negócio daquela espécie de associação acima referida. Todas as obrigações eram consideradas como contratadas diretamente pelos membros desse ente coletivo com os terceiros. A evolução do direito romano compreendeu, também, a evolução dos tipos societários. Com efeito, o período pré-clássico do direito romano não compreendia a personalidade distinta para a hipótese de bens de que fossem titulares diversas pessoas. O que se entendia era que as pessoas eram titulares de parcelas dos bens²¹.

Somente com o direito romano clássico, em que o direito público regia o Estado, então entendido como *populus romanus*, e o direito privado regia os municípios, que, em verdade, eram espécie de comunidades agregadas e dependentes do Estado, é que se deu o reconhecimento da corporação. Daí em diante o conceito foi sendo estendido aos mais diversos tipos de associação de pessoas, desde com intuito religioso àquelas com fins comerciais, como as chamadas *collegia* e *universitates*.

Por fim, o direito romano pós-clássico concebeu a diferença entre dois tipos de pessoas coletivas, a associação e a corporação, criando para estas várias denominações: *sodalitas*, *sodalitium*, *ordo*, *societas*, *collegium*, *corpus*, *universitas*.

Tal evolução pode ser percebida pela progressão legislativa da época, pelo que a *Lex Julia de collegiis*, com data provável de 7 d.C., no começo do Império, iniciou o regime das corporações autorizadas pelo Senado, findando o período anterior de livre

²⁰ Nas palavras de LAMY FILHO e PEDREIRA: “ (...) 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”; in *A lei das S/A: pressupostos, elaboração e modificações* (vol. I). 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 24.

²¹ Cf. ALVES, José Carlos Moreira. *Direito Romano*, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2001, pp. 132 e ss.

associação, conforme previsto na *Lex XII Tabularum* (e resgatado em 58 a.C. pela *Lex Licinia de sodaliciis*), resultando na dissolução da maioria das corporações existentes²².

No que tange especificamente aos tipos de associação e às funções a que serviam, vale ressaltar que a *societas* nada mais era que um acordo, instrumentalizado por um contrato, entre um conjunto de pessoas com objetivo de assumirem um empreendimento, participando, solidariamente, dos lucros e das perdas. Dessa maneira, a responsabilidade dos sócios era *pro rata*, sendo que não havia distinção legal entre os bens dos sócios e os da sociedade²³.

É exatamente no ponto relativo às obrigações dos sócios que Max WEBER²⁴ nota que os sócios, além de contribuírem com sua força de trabalho para a consecução dos objetivos da *societas*, ainda eram solidários no tocante às despesas de um sócio, contraídas para atender aos objetivos da sociedade. O autor ainda enfatiza que tais sociedades contavam com instituto semelhante ao capital social, a chamada *arca communis*, onde eram depositados os valores disponibilizados pelos sócios que deixavam de fazer parte de seu patrimônio²⁵.

Em que pese a importância conceitual da *societas*, a corporação mais utilizada pelos romanos foi o *peculium*. Normalmente formados pelos *filii familiae* e por escravos, cujo sucesso negocial poderia lhes render a liberdade, esse “tipo” social comportava responsabilidade limitada ao valor do *peculium*, isto é, ao valor consignado ao exercício do empreendimento. Exceto no caso em que o proprietário do escravo tomasse a direção do negócio, hipótese na qual os seus bens também serviriam ao adimplemento das obrigações contraídas no curso da empresa²⁶.

Outro tipo societário comum à época foram as *societates publicanorum* ou *societates vectigalium*, em verdade um tipo aparente de sociedade com vários sócios, os

²² Cf. ALVES, ob. cit., p. 135 e CARTAXO, Ernani Guarita. *As pessoas jurídicas em suas origens romanas: evolução e conceito*. Curitiba: Editora Guaíra, 1943, pp. 21 e 46.

²³ HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier e SQUIRE, Richard. *Law and the Rise of the Firm*. set/2005, disponível em: [http://www.usc.edu/schools/college/crcc/private/ierc/Law and the Rise of the Firm.pdf](http://www.usc.edu/schools/college/crcc/private/ierc/Law%20and%20the%20Rise%20of%20the%20Firm.pdf), p. 19, consultado em 16/12/10.

²⁴ In *The history of commercial partnership in the middle ages*, trad. Lutz Kaelber. New York: Rowman & Little Field Publishers, Inc., 2003, p. 54.

²⁵ Cf. também nesse ponto, CARTAXO in ob. cit. pp. 78-79.

²⁶ In HANSMANN, KRAAKMAN e SQUIRE, ob. cit., p. 19.

publicani, que gozavam, inclusive, de algum tipo de proteção do patrimônio contra os credores da corporação. De início, tais entidades, que eram formadas segundo a convocação do pretor, serviam para a remessa de mercadorias para os exércitos na Espanha, sendo posteriormente aproveitadas para a consecução de obras públicas, da extração e venda de sal, cobrança de impostos, exploração de minas, entre outros^{27 28}.

Nesse tipo social, *societates publicanorum*, os *publicani* eram divididos em dois grupos: os que assumiam o controle do negócio, e as responsabilidades daí decorrentes; e os que não tomavam as rédeas da administração e, tampouco, eram por ela responsabilizados. A isenção de responsabilidade pode ser explicada pelas atividades desenvolvidas por tais sociedades, que sempre intentavam empresas que exigiam grandes valores, razão pela qual era necessário grande esforço de captação.

O Império marca o ocaso da *societas publicanorum*, muito em função da inveja que o poder e a riqueza dos *publicani* causava nos imperadores. O Estado passou a assumir o controle das obras públicas e mesmo a função de cobrança de impostos foi retirada daquelas sociedades no século II d.C.²⁹.

O fim do Império Romano, datado do fim do Império do Ocidente, e a decadência da sociedade daí em diante, agravada pelo aumento das doenças e do banditismo, levaram ao êxodo urbano e ao declínio do comércio, bem como à junção de esforços no sentido da mútua assistência e aí nasceram as associações do alto medievo: *fraternitas, consortium, communitas, collegantia*³⁰.

Nesse sentido, é possível afirmar que o direito romano contribuiu para a delimitação precisa das atividades sociais. Havia, no entanto, preocupação em se tutelar a

²⁷ CARTAXO relaciona as seguintes denominações vinculadas ao tipo de imposto arrecadado: arrendatários da *decuma* (gêneros de consumo), *portorium conductores* (direitos aduaneiros), *scriptuarii* (renda de terras e pastagens públicas), *publicani metallorum, salinarum picariarum* (exploração de minas ou venda de sal ou resina), *aurifodinarum, argentifodinarum* (minas de ouro ou prata), *credifodinarum* (minas de greda) e *cotoriarum* (pedreiras) in ob. cit., pp. 76-79.

²⁸ In ob. cit., p. 20; vide SALOMÃO FILHO, Calixto. “*Societas*” com relevância externa e personalidade jurídica in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, nº 81, jan./mar. 1991, pp. 66/78.

²⁹ MARCOS, Rui Manuel Figueiredo. *As companhias pombalinas - contributo para a história das sociedades por acções em Portugal*. Coimbra: Almedina, 1997, pp. 24/25.

³⁰ LOPEZ, ob.cit., pp. 10-22. Anoto que o autor indica o celibato como uma das causas do declínio da natalidade enquanto tal prática somente se tornou obrigatória pelo Primeiro Concílio de Latrão realizado em 1123.

boa-fé de terceiros, de maneira que a sociedade era considerada obrigada ainda que aquilo que ela fizesse não tivesse sido documentado nos livros sociais, mas estivesse no âmbito de sua atividade.

Cabe observar e já adiantando um ponto, que uma elaboração mais profunda da idéia de objeto social só aparece quando do surgimento da primeira companhia florentina.

Com o tempo, o fenômeno associativo volta a se espalhar também com fito no comércio, e vão surgindo as hansas, nas cidades do Norte da Europa, e as guildas, associações, ou unidades de negócio, com fulcro no auxílio mútuo das corporações de operários, artesãos, jornaleiros e negociantes, sem as quais, ninguém podia se estabelecer³¹. Tais associações, surgidas ao logo do século XII, primeiramente mostraram vocação ao resguardo do comércio interno aos burgos e, mais tarde, foram estendendo seu alcance também ao comércio feito além desses limites.

As guildas, ainda que realizassem os negócios à sua conta e risco, não impediam o surgimento de sociedades de seus membros no interior da organização. As hansas, das quais vale lembrar a famosa Hansa Teutônica, do mar Báltico, sempre preservaram a independência dos seus participantes e dos negócios que desenvolviam.

Ainda no século XII, nas proximidades de Florença, surge a *compagnia*, espécie de associação, cujo instrumento associativo era mais flexivo, não obstante tivessem os membros responsabilidade ilimitada³². Interessante nesse ponto analisar a estrutura de captação dessa companhia, muito mais ligada aos recursos dos credores, reversão de lucros e outros recursos aportados livremente pelos sócios (*sopracorpo*) que dos recursos aportados no início da sociedade (*corpo*)³³.

³¹ HEILBRONER, Robert L. *The making of economic society*. New Jersey: Prentice-Hall, 1962, p. 36.

³² LOPEZ, ob. cit., p. 74. Segundo o autor a palavra *compagnia* deriva de *cumpanis* que significa “dividir o mesmo pão” e assim também BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo, séculos XV - XVIII, vol. II, os jogos das trocas*, trad. port. Telma Costa. São Paulo: Martins Fontes, 1996, p. 384.

³³ DE ROOVER, Raymond. *The Medici bank: its organization, management, operations, and decline*. New York: New York University Press, 1948, pp. 100-101.

Outras importantes formas associativas foram as *collegantia*, *commenda*³⁴, ou ainda, *societas maris*, surgidas em Veneza e apontadas como precedente da comandita simples, com fulcro no desenvolvimento de empreendimentos náuticos, em resposta à Igreja que passara a considerar os seguros marítimos como prática usurária. A estrutura era simples e compreendia, de um lado, o *socius stans* que permanecia em terra e assumia as perdas, se houvessem, e o *socius tractator* que embarcava no navio³⁵, num contrato que tinha a duração de uma viagem. Se houvessem lucros a divisão era feita na proporção de um quarto para o viajante e três quartos para os investidores³⁶.

É nesse contexto que surgem formas associativas tidas por muitos como precedentes históricos, embora não originários, das sociedades por ações. Trata-se aqui das *maone* e das *rheederein*. Não se pode, contudo, deixar de mencionar as corporações eclesiásticas, que trouxeram importantes contribuições para a formação das sociedades anônimas, em especial a idéia da personalidade jurídica, surgida da concepção de que os mosteiros eram propriedade divina, ou um *corpus mysticus* superior aos seus membros³⁷. Tais corporações, nascidas por autorização da Igreja, tinham patrimônio próprio e capacidade de contratar e podiam receber doações, legados e heranças³⁸.

Nessa época, funcionava também a exploração conjunta de moinhos, advinda da concessão de terras pelos senhores feudais ou pela Igreja. A estrutura assemelhava-se a uma copropriedade das partes ideais, denominadas *saches* ou *uchaux*, pelos membros, denominados *pairier*. As participações eram livremente negociadas, nos moldes da cessão imobiliária³⁹.

³⁴ Segundo BORGES (*Curso*), ob. cit. p. 23, a *commenda* existia dentre as instituições jurídico-mercantis árabes sob duas formas: a *kirad* (o capital era fornecido somente por um sócio) e *schirkat inan* (os dois sócios contribuíam para a formação do capital).

³⁵ BRAUDEL, ob.cit., pp. 383-384, menciona referências a essa sociedade no Notularium do notário genovês Giovanni Scriba (1155-1164) como nas atas de um notário marselhês do séc. XIII, Almaric.

³⁶ CIPOLLA, Carlo M. *História econômica da Europa pré-industrial*. trad. port. Joaquim João Coelho da Rosa. Lisboa: Edições 70, 2000, pp. 218-219.

³⁷ Cf. LAMY FILHO e PEDREIRA, ob. cit., p. 30.

³⁸ CARTAXO in ob. cit. pp.105/107.

³⁹ SICARD, Germain. *Aux origines des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au moyen age*. Paris: Librairie Armand Colin, 1953, pp. 73, 149 e ss., 178 e 237-238. Ainda segundo o autor, apenas por volta do Século XIV é que surgiu a idéia da limitação da responsabilidade dos moinhos, in ob. cit., p. 306.

Existe, no entanto, certa controvérsia acerca do verdadeiro precedente das sociedades anônimas. Nesse sentido, há autores que sustentam que a verdadeira sociedade que as originou foi o Banco de São Jorge⁴⁰.

Com efeito, a casa bancária surgiu da prática das cidades italianas iniciadas por volta do século XII de ceder aos seus credores parte da cobrança dos impostos: no caso específico a cessão feita pela cidade de Gênova em 1164 a uma sociedade formada por 7 pessoas. A dívida então existente foi consolidada no século XIII, assim como o direito dos associados de transferirem seus títulos a terceiros⁴¹. A instituição só foi reconhecida como casa bancária em 1407, quando passou a assumir atividades bancárias lucrativas⁴².

A evolução das sociedades, então, só foi possível pela organização das bolsas de valores que, à época, funcionavam como local de encontro de investidores e intermediários, para a transação de títulos nominativos e que foram evoluindo, conforme evoluía, o espírito especulativo, para a negociação de valores mobiliários⁴³.

O mote para o desenvolvimento das economias da época foram os descobrimentos, já que criaram a necessidade de produção em grandes níveis para fazer frente às grandes somas investidas nos projetos de navegação, bem como no lucro que daí resultava. A transição para a economia renascentista e o desenvolvimento cultural daí seguido foram marcantes para a estruturação das economias de mercado⁴⁴.

Nesse ambiente de expedições ultramarinas é que surgem as Companhias das Índias dos séculos XVII e XVIII. Muitos afirmam serem tais sociedades aquelas que

⁴⁰ Cf. BULGARELLI in ob. cit., p. 61 e VALVERDE in ob. cit., p. 1. Em sentido contrário, REQUIÃO, afirmando que o banco não era uma sociedade comercial, mas sim uma associação de portadores de obrigações, in *Curso de Direito Comercial*, vol. 2, 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 1982, p. 3.

⁴¹ Cf. PIRENNE, Henri. *História econômica e social da idade média*, trad. port. Lycurgo Gomes da Motta. 4ª ed. São Paulo: Mestre Jou, 1968, p. 144.

⁴² Cf. GARRIGUES, Juan Bolás Alfonso. *Curso de derecho mercantil*. 7ª ed. Bogotá: Temis, 1987, op. cit., p. 106.

⁴³ Entre as principais bolsas temos Bolsa de Antuérpia de 1531, seguida pelas de Lyon (1549), Londres (1561), Hamburgo (1558), Amsterdã (1668), Paris (1724) e Viena (1771). Ver, nesse sentido, CARVALHO DE MENDONÇA, op. cit. (Tratado), p. 281 e SÉE, Henri. *As origens do capitalismo moderno*, trad. port. Carlos Leite de Vasconcelos. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959, p. 48.

⁴⁴ Cf. R. C. Van CAENEGEM, *Uma introdução histórica ao direito privado*. 2ª ed., trad. port. Carlos Eduardo Lima Machado. São Paulo: Martins Fontes, 2000, p. 44.

originaram as modernas companhias, principalmente por esboçarem a limitação da responsabilidade dos sócios e a divisão do capital em títulos negociáveis.⁴⁵

Tais companhias foram criadas pelo Estado, seguindo o sistema de *octroi* isto é, um ato de incorporação e de concessão de direitos que permitia ao ente soberano o controle da companhia, pela intervenção constante no seu cotidiano, em respaldo à concessão de determinados privilégios à entidade⁴⁶. Este sistema conferia às companhias um patrimônio autônomo e personalidade jurídica própria.⁴⁷

A primeira a ser constituída foi a Companhia das Índias Orientais em 1602 na Holanda, com a união de oito *rheederein*, sendo posteriormente criada a Companhia das Índias Ocidentais em 1621. Cada participante recebia um título de participação que lhe assegurava o direito de ação contra a companhia, daí o termo “ação” (*Aktie*)⁴⁸.

A administração dessas companhias era oligárquica, porquanto somente os sócios principais podiam nomear os administradores que viriam a compor o principal órgão de administração: o Conselho dos Dezesete na Companhia das Índias Orientais, e o Conselho dos Dezenove nas Ocidentais.⁴⁹

Dessa forma, os demais sócios tinham pouca participação na administração das companhias, razão pela qual foi criado, para a Companhia das Índias Orientais, um Conselho Fiscal em 1621. Tais companhias apresentavam instituto semelhante ao capital social, o denominado fundo perpétuo e os títulos de negociação, que no começo tinham o prazo de duração de uma viagem começaram a se tornar permanentes, alcançando grande liquidez.

Nesse ponto, vale ressaltar as companhias inglesas cujas peculiaridades as diferenciavam das demais do continente europeu. Denominavam-se *regulated companies*,

⁴⁵ Ver, nesse sentido, GALGANO em duas obras: *História do direito comercial*, trad. port. João do Espírito Santo. Lisboa: Editores, 1990, pp. 66-67 e *Lex mercatoria*. Bolonha: Il Mulino, 2001, pp. 141-178. Ver também BORGES, in ob. cit., p. 338. Galgano fala inclusive que tais companhias trouxeram a democratização econômica e a socialização do capital.

⁴⁶ Cf. GARRIGUES, in ob. cit., p. 108.

⁴⁷ Garrigues afirma, ainda, que foram três os sistemas por que passaram a constituição dessas companhias: o *octroi*, a autorização e a regulamentação. In ob. cit., pp. 60-61.

⁴⁸ FERREIRA, Waldemar. *O direito público colonial do Estado do Brasil sob o signo pombalino*. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1960, pp. 38-46.

⁴⁹ BRAUDEL in ob. cit., p. 394.

das quais lembra-se das *Merchant Adventures Company*, sendo integrada por negociantes de tecidos, que dispunha de monopólio comercial e privilégio de sucessão perpétua. Assemelhavam-se mais a uma corporação medieval, já que seus membros negociavam por sua conta e risco⁵⁰.

Assim, temos que a época medieval, com a figura da sociedade de pessoas, introduz o objeto social como elemento estrutural de vários institutos, entre os quais, o mandato, o consenso, essenciais para a regulação dos negócios da sociedade com terceiros. Os séculos XVII e XVIII serviram, pois, para arraigar a idéia de que o objeto social servia, sobretudo, para regulamentar o trato da sociedade com terceiros, idéia posteriormente inserida na *Ordonnance du Commerce* de 1673 e no Código de Napoleão, em França.

Em verdade, aquele primeiro regramento, representativo do movimento de construção do Estado Moderno e da nacionalização do direito, não fazia referência alguma ao objeto das sociedades comerciais. Convivia-se, à época, com um movimento ambíguo por parte dos Estados. Assim que, se de um lado a liberdade de comércio era tolhida, tendo em vista atos como o reforço do monopólio dos grandes comerciantes e a tentativa de tornar pública a matéria de direito comercial; de outro se assistia a movimentos no sentido de promoção da iniciativa econômica.

Nesse sentido, já se via, em França, o nascimento da teoria dos atos do comércio para aplicação da legislação específica aos comerciantes, bem como para a sujeição destes aos Tribunais do comércio (herdeiros dos tribunais instalados nas antigas corporações). Não se falava, contudo, em objeto social, não obstante a existência da regra de que fosse evidenciada a atividade desenvolvida pelas entidades corporativas.

Aliás, é em França, nos idos de 1720 que se tem notícia do primeiro escândalo financeiro de que se tem notícia. Tratamos aqui do Banco Real, constituído por John Law, cuja quebra arruinou diversos investidores, deixando o mercado de ações francês desacreditado⁵¹.

⁵⁰ BRAUDEL in ob. cit., pp. 396-397.

⁵¹ Antoin E. MURPHY nos dá notícia de que a proeza de Law esteve em convencer os franceses a converter toda a sua atividade financeira à simples escolha entre ações ou papel moeda. E o sucesso do seu sistema foi tão grande que a Inglaterra, então vencedora da guerra sucessória pelo trono da Espanha, precisamente contra a França, decidiu imitar o sistema de Law, para não ficar para trás no desenvolvimento macroeconômico. E

Os tipos societários dos séculos XVI e XVII, em grande parte companhias privilegiadas nascidas segundo a vontade do soberano, traziam um objeto social de tal modo amplo, que poderia ser mudado segundo a sua vontade. Ainda assim, tais companhias não poderiam praticar atos que fossem além do disposto na sua *charter*.

Nesse aspecto, o ordenamento inglês, apresenta grande contribuição. As *corporations*, não obstante constituídas, como mencionado, segundo a vontade do soberano, não poderiam contrariar as disposições da *common law*, nem mesmo por sua determinação.

É fato que essa limitação de agir das companhias apresentava-se mais do ponto de vista formal do que material, pois que se reconhecia à companhia uma capacidade de agir muito semelhante à das pessoas físicas. Assim, muitas das companhias constituídas sem a *charter*, adquiriam, numa espécie de mercado próprio, *charters* de outras companhias que já haviam cessado suas atividades, ou que nunca as tinham exercido, se beneficiando das vantagens da personalidade jurídica.

O fenômeno vai ganhando proporções tão grandes que a prática de exercício de atividades além do previsto como objeto social, gera uma grande ruptura na economia da época. Na verdade, deu origem a problemas como aqueles reconhecidos no escândalo da Bolha dos Mares do Sul, de 1720, associado a um movimento especulativo induzido por companhias sem substância alguma, comparadas às bolhas de sabão.

A reação governamental, a partir de então, segue num movimento pendular, no sentido da restrição ou ampliação da limitação da responsabilidade dos sócios de tais empreendimentos.

Com o *Bubble Act* de 1720, que exclui a limitação da responsabilidade para as companhias constituídas sem a regular aprovação do soberano ou do Parlamento. Já o *Joint Stock Companies Act* de 1844 estendia o benefício mesmo às companhias reconhecidas por concessão ou pelo instrumento do registro. O *Companies Act* de 1862 determinava a impossibilidade de modificação do objeto social e, reconhecendo a

embora não houvesse nada de original no projeto de Law, a sua genialidade fez a França, pelo menos aparentemente, superar a crise monetária e financeira pela qual passava. In “John Law: innovating theorist and policymaker”. *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*. Oxford: Oxford Press, 2005, p. 226.

prevalência da doutrina dos atos *ultra vires*, acaba com a limitação da capacidade das companhias, estabelecendo, no entanto, a nulidade dos atos *ultra vires*. A possibilidade de modificação do objeto social só volta a ser permitida em 1948 com a reedição do *Companies Act*.

A disciplina do objeto do contrato foi o ponto de partida para a regulamentação do objeto social, como se observa nas normas dos Códigos Civil e Comercial Francês do início do século XIX. Desde então já havia a proibição da alteração do estatuto social, uma vez que este tivesse sido aprovado, bem como a proibição de que fossem praticadas atividades que não aquelas especificadas no estatuto.

Havia ainda a exigência de autorização específica para o exercício de atividades de interesse público, a proibição de se levar adiante atividades alheias ao objeto social, que deveria ser lícito e possível, e a correlação entre os capitais da empresa e o objeto escolhido.

Na Itália a expressão “objeto social” estava presente no Código Civil e Comercial de 1865 e no Código Comercial de 1882. Saía dali também a noção de sociedade comercial como sendo a sociedade que tinha por objeto um ou mais atos de comércio.

No Brasil, o art. 287 do Código Comercial de 1850, dispunha que o objeto social das sociedades deveria ser lícito.

O Código Civil de 2002, diploma que revogou parcialmente o Código Comercial, dispondo sobre a sociedade simples, admite em seu art. 1015 a liberdade dos administradores, no silêncio do contrato, de praticarem todos os atos pertinentes à gestão da sociedade, estabelecendo que, no caso da oneração ou a venda de bens imóveis não constituir objeto social, tal ato dependerá do que a maioria dos sócios decidir.

Cabe anotar, de passagem, a introdução no ordenamento pátrio da empresa individual de responsabilidade limitada (EIRELI) pela Lei 12441/11. Assim equipara-se, o empresário individual, no aspecto tributário, à pessoa jurídica empresária.

O inciso III do parágrafo único do art. 1015, por seu turno, ainda dispõe que poderá ser oposto a terceiros o excesso por parte do administrador na hipótese “de operação evidentemente estranha aos negócios da sociedade”.

No campo específico das sociedades por ações o Decreto-lei 2627/40 trazia em seu art. 2º a disposição de que a sociedade anônima poderia ter como objeto qualquer empresa de fim lucrativo que não fosse contrário à lei, à ordem pública ou aos bons costumes. Esclarecendo, ainda, em seu parágrafo único, que qualquer que fosse o objeto, a sociedade anônima seria mercantil e seria regida pelas leis e usos do comércio. É essa, no limite, a orientação que chega aos legisladores do atual diploma societário, que passaremos a analisar.

Capítulo III. A evolução da contratualística e os modernos princípios de interpretação do contrato

III.1 A atividade empresarial

O Direito, entendido como ciência, sempre teve como objeto de estudo os fatos da vida social. A ele dificilmente escapa a regulação de tais fenômenos, ainda que transcorra certo tempo entre a eclosão de um fato novo e a sua apreensão pelo Direito.

O que parece ocorrer com o Direito Comercial, em especial, é que este tempo que existe entre a ocorrência do fato e a sua regulação pelo Direito é menor que em outras searas. Essa peculiaridade, de rápida adaptação e compreensão da realidade, de um modo ou de outro, sempre pareceu ser o mote daqueles que se lançaram ao debate em favor da separação, da autonomia, do Direito Comercial frente ao Direito Privado.

Nesse avanço natural que sofre o Direito Comercial, é fato que a sua válvula mestra hoje é a empresa, em que pese a criticada “antiguidade” do conceito, introduzido pelo Código Civil italiano de 1942.

Em obra clássica acerca do assunto, Alberto ASQUINI, já afirmava a impossibilidade de buscar uma conceituação única e exauriente para o termo. Postulava o autor que a empresa era um fenômeno, sobretudo, jurídico, porém multifacetado, que só poderia ser compreendido se observada segundo perfis diversos⁵².

Assim, a empresa pode ter como ponto de identificação a pessoa do empresário, aquele que, nos termos do art. 966 do Código Civil: “*exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços*”, em muito semelhante com a conceituação trazida pelo mencionado Código Civil Italiano. Esse seria o perfil subjetivo da empresa.

Outro perfil seria o funcional, em que a empresa é identificada com a atividade desenvolvida, o conjunto de atos dirigidos à consecução de uma finalidade lucrativa, à produção de um determinado bem, ou à prestação de um determinado serviço.

⁵² *Perfis da empresa*, trad. port. Fábio Konder Comparato in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, v. 35, nº 104, out./dez. 1996, pp. 109-126.

Um terceiro perfil que assumiria o conceito de empresa seria o objetivo, pelo que a empresa seria identificada com um conjunto de bens destinados ao desenvolvimento da atividade produtiva. Aqui como se a empresa fosse um patrimônio especial, afetado ao desenvolvimento daquela atividade.

O último perfil identificado por ASQUINI é o perfil corporativo, consistente no conjunto de profissionais que contribuem para o desenvolvimento da atividade e composto, principalmente, pelo empresário, colaboradores e demais prestadores de serviço.

Traiano de Miranda VALVERDE, inspirado pelo desenvolvimento da doutrina italiana, traz a definição que esboça do conceito de empresa⁵³. Nesse ponto, é salutar lembrarmos que as definições que se faziam à época traziam conceitos que, no limite, eram aproveitados por vários ramos do conhecimento, devido ao saudável apelo à teoria geral. Assim, muitos dos termos jurídicos se faziam coincidir com seu significado na Economia.

Não era diferente com o referido conceito de empresa trazido por VALVERDE. Bem assim, defendia o mestre que, para um exame mais pragmático da noção de objeto social, deveria ser adotado o seguinte significado de empresa: “o organismo econômico destinado a produzir bens e serviços”⁵⁴.

Tal definição, no entanto, deve ser lida segundo a seguinte interpretação:

“A conceituação de empresa como unidade jurídica, destacada de seu titular, é hoje corrente, sob a influência de idéias socialistas. Caminhamos para a sua personificação, expediente técnico com o qual se pretende libertar as empresas da ação exclusiva do capitalista ou do empresário”⁵⁵.

A frase relata uma preocupação que hoje já não nos parece válida. À época, o Direito que hoje conhecemos como Empresarial era Comercial, como tronco disciplinar autônomo do Direito Privado, isto é, regia-se, explicava-se, fundamentava-se e interpretava-se de acordo com os atos de comércio praticados pelos comerciantes.

⁵³ In *Sociedades por ações (comentários ao decreto-lei nº 2627, de 26 de Setembro de 1940)*. vol. 1. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, pp. 78 e ss.

⁵⁴ Idem, *ibidem*.

⁵⁵ In ob. cit., p. 79.

Ainda buscava-se a independência da atividade sobre aquele que a exercia: o fenômeno da empresarialidade. Fenômeno de índole jurídico-econômica, porquanto, ainda que expressado na realidade econômica capitalista, necessitava do arcabouço jurídico para a normatização das expectativas e a garantia da segurança dos contratos.

Em sua consagrada obra, Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO, ao tratarem do objeto social, observaram a fenomenologia do direito de empresa e afirmaram a inexistência, na doutrina, de um conceito definido acerca do tema⁵⁶.

Com efeito, ambos apresentaram, também, um conceito para o termo, resumindo-o na idéia de atividade negocial, ou seja, na prática ordenada, habitual e profissional de negócios jurídicos de conteúdo econômico, com fundamento no lucro.

III.2 Exercício da atividade empresarial e dinâmica contratual

O contrato, com efeito, nada mais é que a carapaça jurídica para uma operação econômica. O contrato representa a formalização das vontades coincidentes no sentido da realização de uma operação econômica, pelo que esta constitui o cerne daquele instrumento jurídico. No limite, o contrato é o instrumento capaz de reduzir uma disciplina jurídica complexa em algo aplicável a um caso concreto, dando azo ao acordo de vontades⁵⁷.

Nesse sentido, o Direito dos contratos serve tanto ao propósito de permitir que o contrato verdadeiramente dê corpo às operações econômicas, como o de regular tais operações, conformando os diversos interesses envolvidos.

Essa percepção de regras e princípios dirigidos à regulamentação dos contratos, no entanto, só faz sentido quando se pensa num modelo de Estado que efetivamente faça a opção pela estruturação dessas normas, com fundamento no

⁵⁶ In *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*, vol. I. São Paulo: José Bushatsky, 1979, p. 101.

⁵⁷ Cf. ROPPO, Enzo. *O contrato*. Trad. port. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009, pp. 7-10.

atendimento de diversos interesses. Vale dizer; as regras que regulam os contratos denotam sempre o pensamento político de uma época⁵⁸.

Assim, mudando a visão político-econômica, muda a regulação do contrato, embora não mude a sua função. Muda o controle do Estado sobre a economia, mudam as regras acerca dos contratos. No entanto, permanece a sua função primordial de dar forma às operações econômicas.

A mudança é cíclica. O Estado aumenta ou diminui a sua intervenção na economia, restringindo ou alargando o espaço para a autonomia privada. Assim, se em grande parte do século XX, sobretudo no pós-guerra, a lógica foi a da intervenção, o final do século XX e o início do século XXI trouxeram consigo a marca neoliberal, de reassunção de determinadas searas pelo mercado. Tendência essa aparentemente modificada com a crise de 2008.

Compreender a empresa hoje é compreendê-la sistemicamente. É compreendê-la como agente econômico, como participante ativo do mercado, como sujeito contratual. Destarte, a empresa se manifesta por meio do fechamento de contratos, pela conclusão de transações.

Muitas são as definições de contrato. As definições jurídicas quase sempre coincidem no sentido de opor agentes de expectativas opostas, mas que se complementam, por conformarem vontades convergentes.

Como exemplo, num contrato de compra e venda, há de um lado o vendedor cuja vontade é alienar o bem pelo maior valor possível e de outro o comprador, cuja expectativa é adquirir o bem pelo menor possível. No entanto, a conclusão da transação e a consequente transferência de propriedade do bem só são possíveis pelo acordo de vontade das partes.

Divergem estas, no entanto, das definições que a Economia traz de contratos. Nesse caso, contrato é utilizado para fazer referência a todas as relações existentes no mundo fenomênico, incluído as transações negociais, mas não nelas se encerrando.

⁵⁸ Idem, pp. 22-24.

Vale dizer: contrato, para a economia, quer significar não somente o negócio jurídico usualmente concluído por instrumento de forma prescrita ou não defesa em lei, mas toda e qualquer interação entre os sujeitos. Em uma companhia, além das relações com terceiros, também as relações *interna corporis* entre acionistas e administradores são vistas como contratuais.

Para lá, no entanto, do conceito, lato ou estrito, que se dê ao vocábulo, é certo que a quase totalidade das relações é resolúvel nos contratos. Dessa maneira, é possível afirmar que toda a geração de riqueza, toda a atividade produtiva, só acontece por conta do contrato.

A atividade empresarial obviamente não foge dessa seara⁵⁹. A moderna teoria da empresa enxerga-a, sim, como sujeito de relações, um misto entre os perfis contratual e o institucional.

O mercado, em verdade, e nessa perspectiva que ora adotamos, compõe-se de um emaranhado de contratos que permitem a continuidade dos fluxos financeiros e a constante transferência de recursos.

III.3 Autonomia metodológica dos contratos empresariais

Os contratos de que ora se trata são os contratos empresariais. A especialidade destes, que se afere pela natureza das partes que os entabulam⁶⁰, sempre esteve referida nas leis que trataram do assunto, desde o Código Comercial de 1850 que em seu art. 140⁶¹ já deixava clara a distinção do mandato mercantil para o comum.

Há um claro debate doutrinário acerca das especificidades da matéria empresarial frente às demais questões do direito privado. Debate esse que agora toma

⁵⁹ Não teceremos aqui comentários acerca da especialidade das relações empresariais frente às relações civis.

⁶⁰ E aqui fazemos referência ao conteúdo do art. 966 do Código Civil, que traz a definição da figura do empresário: “Considera-se empresário quem exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou a circulação de bens ou de serviços”

⁶¹ “Art. 140 - Dá-se mandato mercantil, quando um comerciante confia a outrem a gestão de um ou mais negócios mercantis, obrando o mandatário e obrigando-se em nome do comitente. O mandato requer instrumento público ou particular, em cuja classe entram as cartas missivas; contudo, poderá provar-se por testemunhas nos casos em que é admissível este gênero de prova (artigo nº. 123).”

grande parte dos autores brasileiros, tendo em vista a iniciativa de reedição do Código Comercial, por parte de alguns doutrinadores, em resposta à unificação empreendida pelo Código Civil de 2002⁶².

Para lá da defesa de uma tese ou outra, a respeito da necessidade da edição de um novo Código Comercial, somos pela substancial diferença que separam os contratos quando concluídos por empresas (ou empresários). Pelo que não se pode admitir coexistam numa mesma categoria contratos travados entre particulares, como uma compra e venda comum, contratos entabulados entre comerciantes e consumidores e, por fim, contratos travados entre comerciantes.

É fundamental que se tenha presente o risco bilateral a que se sujeitam as partes. Risco este que é compensado pelo também sinalagmático objetivo de obtenção de lucro. O contrato comercial distingue-se dos demais tipos, portanto, porque ambas as partes têm o objetivo de lucrarem com aquele pacto⁶³.

A insígnia do lucro é repetida no art. 2º da Lei 6404/76, ao tratar o normativo acerca do objeto social da sociedade por ações, deixando claro que tal poderá ser qualquer atividade de finalidade lucrativa.

III.4 A função econômica do contrato empresarial

A um determinado contrato é sempre identificada uma finalidade. A identificação dos fins é fundamental para a compreensão do contrato. É o entendimento de que a vontade das partes prevalece ao instrumento que lhe dá forma (ao conteúdo deste).

⁶² Ver, nesse sentido, críticas à unificação e ao denominado descaso com os contratos mercantis em FORGIONI, Paula A. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

⁶³ 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.” In ob. cit. (*Teoria*), pp. 46-47. A mesma autora, mais adiante na obra, reitera que os contratos comerciais são contratos essencialmente onerosos, no sentido de que ambas as partes são oneradas pelo instrumento, ainda que entabulem o negócio pelo desejo de auferir lucro (p. 57).

No entanto, essa vontade das partes tem que ser valorada no contexto econômico em que o contrato é concluído. Assim, se o contrato é o instrumento de concreção do desejo das partes, o é porque tem um significado objetivo para toda a sociedade, para todo o mercado.

O subjetivismo das partes, superado em parte por esta dimensão objetiva que lhe dá o instrumento contratual, tem que ver, sobretudo, com a necessidade de redução de uma eventual situação de prejuízo e do alcance quase egoístico de uma melhor posição com o instrumento contratual.

Quer dizer, as partes somente aceitam contratar porque acreditam que, desta maneira, estarão em melhor situação do que estariam se não estabelecessem aquela relação.

E, não há dúvidas, as pretensões normalmente opostas das partes geram custos que foram objeto de grande análise da teoria econômica. Tratam-se dos chamados *transactions costs*, traduzidos pela nossa literatura como custos de transação ou custos de negociação.

Em tese, tais custos são reconhecidos tanto no período anterior à assinatura do contrato, quanto no período posterior. Aqueles havidos anteriormente à contratação relacionam-se, sobretudo, com o mapeamento das necessidades dos agentes e a busca de outros agentes no mercado para supri-las, a possibilidade das informações fornecidas serem inverídicas ou incompletas e mesmo aquelas que oneram uma das partes devido ao comportamento oportunista da outra.

A evolução que identificamos acima, quando tratamos do panorama do desenvolvimento da atividade mercantil e a sua incorporação, pelo fenômeno do associativismo, aos organismos societários, tem que ver, sobretudo, com a sempre constante busca da redução dos custos envolvidos em um empreendimento. Vale dizer, em última instância, o desenvolvimento das engrenagens da atividade empresarial têm clara motivação na redução dos custos de transação.

III.5 Os efeitos benéficos da relação contratual: controle do oportunismo e correção das deficiências informacionais

Antes de tudo é preciso pontuar que as relações privadas são desenvolvidas e instrumentalizadas pela prática societária muito antes de sua juridicização.

Em tese, partes que se vinculam pelo contrato, em verdade, preferem a liberdade de contratar com outras. As amarras contratuais, destarte, só se firmam por força do cumprimento de princípios como o contido na cláusula *pacta sunt servanda*.

Nesse ínterim, a vinculação ao contrato, ou às cláusulas contratuais, é tema central na análise do objeto social. E aqui a vinculação se diz por conta das relações internas, isto é, aquelas pertinentes aos integrantes da sociedade (sócio, em grande parte o controlador, e administradores), todos aqueles que têm poder decisório; que interferem na vida social, que ditam os rumos da atividade desenvolvida pela companhia.

Relacionado em grande medida com a incompletude das informações prestadas pelas partes em um contrato, existe para estas um desconhecimento da totalidade dos detalhes que cercam o contrato. Há, destarte, uma limitação do quanto as partes sabem sobre a relação jurídica de que participam.

É claro que não é apenas o comportamento muitas vezes oportunista das partes que diminui a sua capacidade de cognição. A razão pode estar ligada também à falta de arcabouço técnico (e tecnológico) dos contratantes, em virtude tanto de uma incapacidade financeira quanto, no limite, de sua condição humana.

Fundamental esta concepção de limitação para atuação do administrador. Em verdade, para apuração lógica das escolhas financeiras da companhia, é de se considerar a limitação de quem as faz.

Com efeito, é de se afirmar que os administradores devem tomar determinados cuidados no decorrer do processo decisório. Não se garante com isso que a atividade do administrador trará sucesso para a companhia: o que de fato se deseja é que o processo de tomada de decisão seja legítimo, de maneira a dar suporte ao direcionamento planejado pelo administrador.

Dessa maneira, deve o administrador demonstrar que cumpriu, no caso concreto, seus deveres legais. E o exame do texto legal em que são tratados estes deveres dos administradores, denota a vigência, também entre nós, do que a teoria alienígena consagrou como *business judgment rule*.

Vale dizer, o julgador, seja lá qual for a instância, não deverá avaliar o mérito das decisões negociais tomadas, isto é, não pode julgá-las sob o ponto de vista de estarem certas ou erradas no que tange ao sucesso do empreendimento. O controle é realizado sobre o modo como o administrador tomou a decisão, para verificar se tal decisão negocial é informada, refletida e desinteressada.

No âmbito da CVM, o então Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa proferiu voto no Processo RJ2005/1443⁶⁴, explicitando os fundamentos da teoria do *business judgment rule*:

“31. Para evitar os efeitos prejudiciais da revisão judicial, o Poder Judiciário americano criou a chamada "regra da decisão negocial" (*business judgement rule*), segundo a qual, desde que alguns cuidados sejam observados, o Poder Judiciário não irá rever o mérito da decisão negocial em razão do dever de diligência. A proteção especial garantida pela regra da decisão negocial também tem por intenção encorajar os administradores a servir à companhia, garantindo-lhes um tratamento justo, que limita a possibilidade de revisão judicial de decisões negociais privadas (e que possa impor responsabilidade aos administradores), uma vez que a possibilidade de revisão ex post pelo Poder Judiciário aumenta significativamente o risco a que o administrador fica exposto, podendo fazer com que ele deixe de tomar decisões mais arriscadas, inovadoras e criativas (que podem trazer muitos benefícios para a companhia), apenas para evitar o risco de revisão judicial posterior. Em razão da regra da decisão negocial, o Poder Judiciário americano preocupa-se apenas com o processo que levou à decisão e não com o seu mérito. Para utilizar a regra da decisão negocial, o administrador deve seguir os seguintes princípios:

⁶⁴ Caso Cataguazes, julgado em 10/05/06.

(i) Decisão informada: A decisão informada é aquela na qual os administradores basearam-se nas informações razoavelmente necessárias para tomá-la. Podem os administradores, nesses casos, utilizar, como informações, análises e memorandos dos diretores e outros funcionários¹¹, bem como de terceiros contratados. Não é necessária a contratação de um banco de investimento para a avaliação de uma operação;

(ii) Decisão refletida: A decisão refletida é aquela tomada depois da análise das diferentes alternativas ou possíveis conseqüências ou, ainda, em cotejo com a documentação que fundamenta o negócio. Mesmo que deixe de analisar um negócio, a decisão negocial que a ele levou pode ser considerada refletida, caso, informadamente, tenha o administrador decidido não analisar esse negócio; e

(iii) Decisão desinteressada: A decisão desinteressada é aquela que não resulta em benefício pecuniário ao administrador. Esse conceito vem sendo expandido para incluir benefícios que não sejam diretos para o administrador ou para instituições e empresas ligadas a ele. Quando o administrador tem interesse na decisão, aplicam-se os standards do dever de lealdade (duty of loyalty).”

Acerca da racionalidade humana, FORGIONI, traz importante distinção. Com efeito, trata a autora das dimensões formal e material da racionalidade humana. Do ponto de vista formal, tem-se a dimensão extrínseca, que é possível de ser captada pelos sentidos, como a aposição de um sinal gráfico, ou uma assinatura em um contrato.

A expressão substancial ou material da racionalidade tem que ver com categorias abstratas criadas pelo pensamento jurídico e que formam um sistema completo de enquadramento e interpretação das situações fáticas⁶⁵.

⁶⁵ In ob. cit. (*Teoria*), pp. 78. A autora conclui da seguinte maneira tal raciocínio: “Portanto, generalização (redução dos motivos relevantes da decisão a um ou mais princípios) e sistematização (coordenação de todos os princípios para a formação de um sistema de regras logicamente claro, sem contradições ou lacunas) integram a racionalidade jurídica”.

III.6 A eterna busca pela segurança nas transações

O ordenamento jurídico estabelece diversos dispositivos buscando a igualdade nas relações contratuais e esta discussão envolve as cláusulas “*pacta sunt servanda*” e “*rebus sic stantibus*”, bem como o princípio da segurança jurídica, na tentativa de harmonização dos interesses antagônicos das partes e de preservação do equilíbrio no decorrer da vida do contrato.

No dizer de CANOTILHO⁶⁶ “*O homem necessita de **segurança** para conduzir, planificar e conformar autônoma e responsavelmente a sua vida. Por isso, desde cedo se consideram os princípios da **segurança jurídica** e da **proteção da confiança** como elementos constitutivos do Estado de direito.*” (grifos no original), enfatizando que o princípio geral da segurança jurídica abrange a idéia de proteção de confiança e é exigível frente a qualquer um dos Poderes, Executivo, Legislativo ou Judiciário.

Daí decorre a exigência de que as normas legais sejam claras, uma vez que normas confusas ou contraditórias dificilmente conduzirão a uma interpretação consistente e convergente. O princípio da segurança jurídica é um dos mais importantes dentre os princípios gerais do direito e configura a possibilidade de previsão das consequências jurídicas do comportamento do agente, objetivando minimizar os conflitos.

O direito à segurança, valorado no preâmbulo e no *caput* do art. 5º da Constituição Federal de 1988, não contempla apenas a proteção à vida ou ao patrimônio, mas, também, abrange a segurança jurídica que o Estado de Direito oferece para que o cidadão possa ter previsibilidade dos efeitos de suas ações.

Assim manifestou-se o Supremo Tribunal Federal:

“O princípio da anterioridade eleitoral, extraído da norma inscrita no art. 16 da CF, consubstancia garantia individual do cidadão-eleitor — detentor originário do poder exercido por seus representantes eleitos (CF, art. 1º, parágrafo único) — e protege o processo eleitoral. Asseverou-se que esse princípio contém elementos que o caracterizam como uma garantia

⁶⁶ CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito constitucional e teoria da constituição*. 7ªed. (reimp.). Coimbra: Almedina, 2003, pp. 257-278.

fundamental oponível inclusive à atividade do legislador constituinte derivado (CF, artigos 5º, § 2º, e 60, § 4º, IV), e que sua transgressão viola os direitos individuais da segurança jurídica (CF, art. 5º, caput) e do devido processo legal (CF, art. 5º, LIV)”. (ADI 3.685, Rel. Min. Ellen Gracie, Informativo 420)

O princípio da segurança jurídica, ademais, consta do *caput* do artigo 2º da lei do processo administrativo federal, Lei 9784/99, bem como está expressa em seu parágrafo único, inciso XIII que veda a “*aplicação retroativa de nova interpretação*”:

*“A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, **segurança jurídica**, interesse público e eficiência”* (grifei)

Desse modo, se a Administração segue uma determinada interpretação considerada correta, é vedada a anulação de atos anteriores tendo por fundamento a alegação de que os mesmos tenham sido praticados por uma interpretação equivocada da norma, em atenção ao princípio da boa-fé que deve reger as relações entre a Administração e os administrados.

Assim, a mera modificação de orientação da Administração não permite a revisão ou a nulificação de atos que tenham sido praticados de boa-fé sob a vigência de determinada orientação. Dessa forma, é inadmissível que a Administração aja de forma a lograr o administrado em sua boa-fé.

Destaque-se não ser apenas com uma nova interpretação retroativa que pode ser ameaçada a segurança jurídica. Um ato da Administração que afete um administrado colocando-o em uma situação bastante onerosa e não previsível poderá, em tese, atribuir vantagem ilegítima à outra parte, podendo agredir ao princípio da segurança jurídica.

Assim, a previsibilidade dos efeitos das condutas dos administrados e dos atos administrativos representa a própria essência do princípio da segurança jurídica.

BOBBIO⁶⁷ afirma que a democracia é um conjunto de regras, as chamadas regras do jogo, para a solução dos conflitos e que a democracia é o governo das leis que degenera para um governo autocrático quando as mesmas não são cumpridas.

Assim, a importância do princípio da segurança jurídica está vinculada à idéia do Estado Democrático de Direito e, nessa linha, anota CANOTILHO⁶⁸ que a necessidade de segurança está ligada à própria condução da vida do homem que dela necessita para conduzi-la responsavelmente.

Ademais, que o princípio da segurança jurídica e seu corolário, o princípio da proteção da confiança, são elementos constitutivos do Estado.

Dessa forma, os princípios da segurança jurídica e da legalidade integram o próprio conceito do Estado e a Constituição Federal em seu art. 5º, inciso XXXVI, determina que a lei não prejudicará o direito adquirido, o ato jurídico perfeito e a coisa julgada.

O princípio da segurança jurídica também envolve a estabilidade das relações jurídicas o que, em tese, não permite que situações já consolidadas sejam injustificadamente desconstituídas.

Assim, a cláusula *pacta sunt servanda* objetiva preservar a autonomia da vontade, a liberdade de contratar e a segurança jurídica enquanto a cláusula *rebus sic stantibus*⁶⁹ objetiva proteger o equilíbrio contratual, a igualdade entre as partes, e coloca o interesse social acima do interesse particular.

A teoria da imprevisão reconhece que a ocorrência de acontecimentos novos, imprevisíveis pelas partes que firmaram um contrato de longo termo e a elas não imputáveis, refletindo sobre a economia ou a execução do contrato, autorizam, como exceção, a revisão do contrato, para ajustá-lo às circunstâncias supervenientes, indicando que a interpretação se dará “mantidas as coisas assim”, constituindo-se uma exceção no

⁶⁷ BOBBIO, Norberto. *O Futuro da Democracia – Uma defesa das regras do jogo*. Trad. Marco Aurélio Nogueira. 3ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987, p.171.

⁶⁸ In ob. cit. p. 257.

⁶⁹ Deriva da fórmula “*contractus qui habent tractu sucessivum et dependendum de futuro rebus sic stantibus intelligentur*” e, em tradução livre, “os contratos de trato sucessivo ou dependência de evento futuro, devem ser interpretados conforme a manutenção do atual estado das coisas”.

mundo dos negócios. O ressurgimento dessa teoria, construção do direito canônico e dos tribunais eclesiásticos, consoante FONSECA⁷⁰, ocorreu após a 1ª Guerra Mundial, sendo votada em França a Lei Failliot, em 1918, que tratou da revisão dos contratos mercantis se, em função da guerra, o prejuízo causado pelo cumprimento de obrigações excedesse a normal previsão.

Os contratos, de forma geral, atendem ao princípio da obrigatoriedade, em que as partes contratadas se obrigam com força de lei, dentro dos limites emanados da lei, ou seja, os contratos são feitos para serem cumpridos, “*pacta sunt servanda*”, garantindo que a liberdade de contratar, a autonomia da vontade, a relatividade dos contratos, tendo efeitos restritos às partes, e a segurança jurídica previstos em nosso ordenamento são confiáveis.

Contudo, se à época da execução das obrigações, a situação fática tiver se alterado de forma significativa comparativamente à situação existente na época da formação do contrato, dificultando ou inviabilizando o adimplemento, por tornar-se a obrigação excessivamente onerosa para uma das partes, esta teoria admite a resolução ou modificação equitativa das condições do contrato.

Assim, para a aplicação da teoria da imprevisão é necessária a alteração no ambiente existente ao tempo da formação do contrato, decorrente de circunstâncias imprevistas e imprevisíveis, a onerosidade excessiva para o devedor e o enriquecimento inesperado e injusto do credor, como consequência de evento superveniente que tenha perturbado o equilíbrio contratual.

Esta preocupação está explicitada no Código Civil de 2002 com a previsão da teoria da imprevisão, arts. 317 e 478 a 480, e dos institutos do estado de perigo, art. 156, e da lesão, art. 157, que permitem a revisão das condições contratadas.

Observe-se que o art. 317 do Código Civil possui o mesmo sentido do art. 478 que aplica a teoria da imprevisão em virtude de acontecimentos imprevisíveis e extraordinários, que tornem a prestação excessivamente onerosa para um dos contratantes e extremamente vantajosa para o outro, caso em que é possível pedir a resolução do contrato.

⁷⁰ FONSECA, Arnaldo Medeiros da. *Caso fortuito e theoria da imprevisão*. Rio de Janeiro: Typ. do Jornal Commercio Rodrigues & C., 1932, p. 4.

Assemelha-se ao fato fortuito ou força maior, mas na onerosidade excessiva o evento extraordinário e imprevisível determina apenas uma dificuldade e não necessariamente a impossibilidade de cumprir a obrigação.

Já no estado de perigo, o agente só assume a obrigação extremamente onerosa, premido por razões envolvendo a vida ou a saúde, própria ou de pessoa de sua família, razões estas de conhecimento da outra parte, pagando preço desproporcional que em condições normais não pagaria.

Assim, na análise do caso concreto, deverá ser considerada a existência da ameaça de grave dano e o conhecimento do perigo pela outra parte, a qual obtém vantagem com a situação.

A lesão, por seu turno, é configurada quando uma das partes obtém uma vantagem desproporcional, em prejuízo da parte que contratou, seja por inexperiência ou por premente necessidade, podendo configurar abuso do poder econômico. A lesão se aproxima do erro, mas no caso da lesão, a inexperiência é aproveitada pelo contratante mais forte, capaz ou conhecedor, em detrimento do débil ou inexperiente, sem que se configure o erro ou mesmo o dolo.

Nesse caso, o contrato pode ser revisto ou anulado uma vez que a realização de um negócio com extrema vantagem de uma parte em detrimento da outra, que contrata em situação de inferioridade, é contrária ao princípio da boa-fé, imposto pelo art. 422.

Assim, por meio da teoria da imprevisão e dos institutos da lesão e do estado de perigo, a legislação atual pretende manter o equilíbrio contratual. São medidas de proteção aos contratantes de grande importância, mas que aumentam a incerteza quanto a comportamentos futuros, bem como quanto a decisões futuras ao ampliar o poder discricionário do magistrado, elevando os custos de transação.

Consoante o professor Orlando GOMES⁷¹ “*quando acontecimentos extraordinários determinam radical alteração no estado de fato contemporâneo à celebração do contrato, acarretando conseqüências imprevisíveis das quais decorre*

⁷¹ In *Contratos*. 24ª ed. Atualização e notas por Humberto Theodoro Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2003, p. 39

excessiva onerosidade no cumprimento da obrigação, o vínculo contratual pode ser resolvido ou, a requerimento do prejudicado, o juiz altera o conteúdo do contrato, restaurando o equilíbrio desfeito.”

Por outro lado, em respeito ao princípio da segurança jurídica, os contratos não podem ser modificados de forma unilateral, pois, caso contrário, o credor de determinada obrigação estabelecida contratualmente não encontraria amparo para tornar efetivos seus direitos. Assim, o Código Civil, em seu art. 389, estabelece perdas e danos ao contraente inadimplente.

Os contratos que intentam disciplinar relações de longo prazo não conseguem estipular todos os acontecimentos a que está sujeita uma companhia.

Destarte, tais contratos necessitam de constantes revisões, preenchimento das lacunas reveladas pelo decurso do tempo.

Claro está que o estatuto social de uma companhia não poderá conter todas as previsões acerca da vida do ente. Assim, se determinados contratos contemplam soluções para incompletude, as assembleias dos sócios são, para fins de completude do estatuto social, a principal fonte de mudança, além, é claro, de pactos separados, como os acordos de acionistas.

A análise do contrato, conforme acima o fizemos, como elemento que objetiva as vontades das partes, dando sentido socialmente compreensível e valorado para elas, faz surgir a necessidade de que esse ambiente institucional em que vigem os contratos sejam devidamente regulados por regras que garantam segurança e previsibilidade aos agentes.

Segurança e previsibilidade são fundamentais para o cálculo do risco do empreendimento, seja por parte dos administradores que tomarão as decisões negociais, seja por parte dos investidores e, também, por parte dos credores que aportarão recursos à companhia.

A exigência de segurança e previsibilidade serve a limitar a liberdade contratual dos agentes em mercado para garantir que sejam legítimas as expectativas destes, com relação às condutas uns dos outros, quando em situação “contratual”.

Ora, uma vez exigidos os padrões comportamentais para as partes contratantes, também devem ser exigidos os mesmos padrões quando da interpretação do contrato, do contrário a natureza objetiva do mercado frente ao contrato perderia sentido.

A racionalidade Weberiana, destarte, compreende-se como aquela motivada pelos interesses objetivamente identificados em uma sociedade. Não se confunde com interesses meramente egoísticos, mas sim com todos aqueles colhidos na sociedade. Pelo que, em uma economia de mercado, a busca por soluções lucrativas só será considerada, juridicamente, quando eivada de cooperação e atenção a princípios jurídicos.

Previsibilidade e segurança jurídica, dessa maneira, auxiliam no processo decisório porquanto fundamentais para o cálculo dos riscos e vantagens envolvidos durante uma negociação⁷².

III.7 Controles contratuais: limites à liberdade individual

Como visto, se a autonomia privada sofre maior ou menor limitação o seu instrumento de significação jurídica, o contrato, também o sofre.

Importante aqui, sempre com fulcro na clareza metodológica, pautarmos o significado da expressão “autonomia privada”. Seguindo a dicção de Orlando GOMES⁷³, é possível afirmar que a autonomia privada apresenta três “liberdades”. A primeira seria a liberdade de contratar, isto é de pactuar, de entrar em acordo de vontades; a segunda, a liberdade de estipular o contrato, dar-lhe forma típica, em suma, fazê-lo existir; a última seria a liberdade de estipular o conteúdo do contrato, dando-lhe significado.

⁷² Diz FORGIONI: “A calculabilidade jurídica assume, assim, uma dimensão toda própria: apanágio da racionalidade jurídica, significa a possibilidade de cálculo do resultado. O direito é racional porque garante o processo e não o resultado a ser obtido, mesmo porque a ‘a álea normal’ é inerente aos negócios. Ou seja, o direito é estruturado com o propósito de possibilitar o cálculo do resultado (WEBER), viabilizando, inclusive, a previsão do comportamento do outro, segundo os parâmetros por ele colocados (IRTI)”. In ob. cit. (*Teoria*), p. 79.

⁷³ In *Contratos*, pp. 22-23.

Fôssemos fazer aqui uma breve digressão acerca da autonomia privada, poderíamos dizer que a relevância da tutela da vontade encontra respaldo no Direito Canônico, porquanto, nesse sistema, esta era a fonte da obrigação, daí derivando os princípios da autonomia da vontade e o consensualismo. Mas, se a vontade era fonte da obrigação, eram necessárias regras que assegurassem o seu cumprimento, dando força ao pacto e vinculando as partes.

A função da vontade como fonte da obrigação é acolhida posteriormente pela Escola do Direito Natural, porquanto se entendia que do acordo de vontades derivava o vínculo jurídico que ligaria as partes. Vem, então, o liberalismo econômico, estruturado no princípio da igualdade dos agentes econômicos (igualdade formal, diga-se de passagem) e o contrato é alçado ao posto de instrumento jurídico que permite o desenvolvimento da vida econômica.

Entretanto, e na esteira do que afirmamos acima, a mudança de paradigma e a necessidade do Estado de intervir no domínio econômico, fazem mudar também a perspectiva acerca da liberdade de contratar.

Dessa forma, o Estado, entendendo não bastar a igualdade formal, passa a limitar a liberdade individual e a autonomia privada. A idéia era assegurar a paridade dos contratantes, garantindo a determinados segmentos da sociedade as mesmas condições que de outros, quando do exercício do direito de contratar.

Nesse sentido, pertinente a definição de GOMES para o contrato como “*negócio jurídico bilateral, ou plurilateral, que sujeita as partes à observância de conduta idônea à satisfação dos interesses que regulam*”⁷⁴. Isto é, no momento em que o Estado passa a limitar a autonomia privada, o contrato, do ponto de vista conceitual, deixa de ser mera formalização da vontade e passa a ser integrado por outros elementos.

Esse contexto de limitação da autonomia privada faz surgir novos princípios que são incorporados ao Direito dos contratos, de maneira a subsidiar o concerto de vontades e interesses subjacentes ao contrato, vez ou outra até mesmo limitando a liberdade individual.

⁷⁴ In *Contratos*, p. 10.

Além desses novos princípios, e a lei já o fez consignar, também a ordem pública, a moralidade e os bons costumes, servem a tolher a liberdade individual dos contratantes. Conceitos de índole genérica e muito aberta, que são completados conforme as ideias de um determinado local, em um determinado momento histórico.

Em que pesem a generalidade desses conceitos, é de se ter em mente que todos obedecem aos corolários do respeito à vida, à liberdade e a dignidade da pessoa humana.

Além do surgimento de novos princípios, critérios de interpretação dos contratos passam a integrar a disciplina. Assim com a boa-fé, já presente no Código Comercial e reiterada no Código Civil de 2002, que denota limitação à autonomia privada na medida em que pode ser utilizada em função corretiva. A função corretiva atribuída à boa-fé é corriqueiramente verificada, e assim nos casos de abuso de direito.

Além da boa-fé, é de se considerar, também, outro limitador da autonomia privada: a função social do contrato. Esse princípio, reformulado desde a sua criação, passou a significar a tutela de interesses outros que não os das partes contratantes⁷⁵.

Agora, expressamente prevista no Código Civil, a função social do contrato pode ser enxergada de duas maneiras, uma de índole institucionalista que considera todos os interesses circundantes ao contrato⁷⁶ e outra, mais objetiva, que descreve as situações nas quais a função deve ser clamada para tornar o contrato ineficaz, quais sejam, ofensa à dignidade da pessoa humana e aos interesses coletivos e impossibilidade de cumprimento do fim último do contrato.

Seja como for, o que este princípio induz é que o Direito dos Contratos, hoje, leva em consideração não só os interesses das partes contratantes, mas, também outros, externos, dotando esse instrumento jurídico de um viés social⁷⁷.

⁷⁵ GOMES, Orlando. *Novos temas de direito civil*. Rio Janeiro. Forense, 1983, pp. 101-109.

⁷⁶ SALOMÃO FILHO, Calixto. *Função social do contrato*: primeiras anotações. *Revista dos Tribunais*, v. 823, pp. 67-86, mai/04.

⁷⁷ FORGIONI, Paula A. ob. cit (*Teoria*), pp. 58-60.

III.8 A temática contratual e os contornos do objeto social

É inafastável do exame de qualquer questão societária a análise do contrato de sociedade. Seja lá qual for a natureza que se queira dar ao ato constitutivo, se pautada nas lições de ASCARELLI⁷⁸ sobre o contrato plurilateral, ou não, fato é que os princípios aplicáveis aos contratos o são também para o regime societário, como exemplo que são de contrato empresarial⁷⁹.

A fixação do objeto social tem implicações mesmo na estipulação dos deveres do acionista controlador declinados pela lei do anonimato, porquanto este é obrigado, nos termos do parágrafo único do art. 116 da lei societária, a usar o seu poder para fazer com que a companhia realize o seu objeto e cumpra sua função social, sendo que o art. 117, § 1º, “a” e “b”, alínea inserida com a reforma de 1997, trata como modalidades de exercício abusivo de poder tanto a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social como a subscrição de ações com bens estranhos ao objeto social.

A obrigação de respeito ao objeto social se verifica também nos deveres impostos pela LSA aos membros do conselho de administração e da diretoria, quando os obriga a agir somente em consonância com o disposto na lei e no estatuto, o que compreende, sem dúvida, a figura do abuso de direito.

O reconhecimento desses deveres e responsabilidades tem forte ligação com a teoria, de desenvolvimento anglo-saxão, dos atos *ultra vires*. Teoria esta que, em suma, isenta de responsabilidade a sociedade quando os seus representantes praticam atos que extrapolam o objeto social.

E a análise da teoria dos atos *ultra vires*, que se faz obrigatória, implica o estudo conjunto de alguns outros institutos. Um deles é o do abuso de direito. Com relação a esta figura, importante que se não o confunda com o ato ilícito, não obstante tenha o abuso sido inserido no Título dos atos ilícitos no Código Civil de 2002.

O abuso de direito e o ato ilícito se distanciam, sobretudo, no que respeita à natureza do valor que ferem. Assim, se o ato ilícito viola um comando legal, o abuso de

⁷⁸ In *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

⁷⁹ In ob. cit., pp. 152-153.

direito vulnera os valores que legitimam o reconhecimento do seu direito pelo ordenamento jurídico.

Ora, conforme pontuamos acima, a figura conexa com este estudo é a da boa-fé, sobretudo a boa-fé do terceiro frente aos atos praticados pela sociedade. Isso porquanto a descoberta do desvirtuamento do objeto por aquele que contrata com a sociedade, por vezes, é sobremaneira difícil.

Nesse sentido, não raro se aplicar, em casos desta natureza, a teoria da aparência, tendo em vista a presunção da boa-fé do terceiro que não consegue vislumbrar se o representante legal age ou não segundo orientação da companhia.

Capítulo IV. Constituição e preenchimento do objeto social

Podemos conceituar com base em amplo e já longo aporte doutrinário, o objeto social, como um determinado ramo da atividade econômica em que a sociedade atuará para buscar lucros a serem divididos entre seus acionistas.

A Doutrina encontrou uma classificação para os tipos de objeto que constam dos estatutos das companhias. Dessa maneira, costuma-se dizer que existem três tipos de objeto: o simples, o complexo ou múltiplo e o específico.

O objeto social simples tem que ver com um número menor de atividades, com pouca distinção entre elas, como a estrutura de uma linha de produção de um determinado artefato (mas não aí resumida). O objeto social múltiplo faz referência 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. Já o específico diz respeito a um único negócio, o qual, quando findo, resulta na dissolução da sociedade.

Normalmente, as sociedades que exploram o objeto específico são denominadas sociedades de propósito específico (SPE) e apresentam menor complexidade administrativa que aquelas que exploram o chamado objeto social complexo. Para as sociedades de propósito específico não existe, na Lei 6404/76, regulamento próprio⁸⁰.

VERÇOSA afirma que, no direito italiano, há preferência pelas estruturas denominadas “patrimônio separado”, resultado de separação e destinação de parte do patrimônio de uma companhia para o desenvolvimento de um determinado empreendimento⁸¹.

⁸⁰ Deve ser lembrado, no entanto, que existe vasto regramento no tocante à companhia securitizadora, normalmente organizada sob a forma de sociedade de propósito específico. Assim, a Resolução 2493/98, do Conselho Monetário Nacional (CMN) estabelece algumas regras importantes, entre as quais podemos citar aquelas concernentes à origem dos créditos cedidos (oriundos de, entre outros, operações de empréstimo, financiamento mercantil contratados por instituições financeiras); regras atinentes à captação de recursos, pelas quais a companhia, ao fazê-lo em território nacional, deve optar pela emissão de debêntures e ações; e outras ainda que impossibilitam a troca de controle, a redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução da sociedade até o resgate dos títulos emitidos.

⁸¹ In *Curso de direito comercial*, vol. 3. São Paulo: Malheiros, p. 122.

Nesse caso, existe uma série de regras formais⁸² que devem ser seguidas: há necessidade de indicar-se o negócio em favor do qual o patrimônio é destinado, descrever os bens e relações jurídicas dele componentes, estipular o plano econômico-financeiro relativo ao empreendimento em vista, a modalidade e as regras relativo ao seu emprego, o resultado que se entende perseguir, as eventuais garantias oferecidas, determinar os eventuais aportes a terceiros, a modalidade de controle sobre a gestão e de participação de resultados, a possibilidade de emissão de títulos de participação no negócio, com específica indicação dos direitos que atribuirão aos adquirentes, indicar sociedade responsável pelo controle contábil do andamento dos negócios, se a própria companhia não estiver sujeita a controle em decorrência de ser companhia aberta, definir as regras de prestação de contas e efetuar a publicidade da deliberação e sua inscrição no registro de empresas.

Detalhamento de tal jaez tem sua motivação: segurança jurídica. Assim, os credores gerais da sociedade só poderão fazer valer seus eventuais direitos contra o patrimônio dedicado diante de configuração de ato ilícito. No caso de falência da sociedade, os bens destacados continuam a ser utilizados para a finalidade específica de sua destinação até o objeto se revelar impossível (para só então participar da massa falida).

No que respeita ao objeto complexo, tem-se que a companhia pode também ser constituída diretamente para participar do capital de outras sociedades (*holdings*), constituindo uma SPE, se a título de objeto único, ou sendo apenas uma entre outras atividades estatutárias da sociedade. Situação semelhante é a das coligações ou sociedade com natureza de simples participação. Ainda que a participação não esteja inclusa como objeto da companhia, ela ainda pode ocorrer como modo de realizar o objeto social ou para fins de benefício fiscal.

O estudo do objeto social, na conceituação que acima fizemos, somente tem sentido quando o enxergamos desde o ponto de vista contratual. Essa, não por acaso, é a percepção do legislador que, inclusive, fez constar na lei requisitos que devem ser obedecidos quando da definição do objeto social de uma companhia e que pertencem ao ramo do Direito dos contratos. Passamos, então, à análise dessa disciplina.

⁸² No Direito brasileiro, a Lei 10931/04 cuidou da instituição do patrimônio de afetação para o setor de incorporações imobiliárias.

IV.1 O objeto social e a teoria do contrato social

Uma vez identificado o momento de constituição da sociedade, desde o ponto de vista contratual, importa estabelecer a posição que ocupa o objeto social nesse contrato.

Ora, o objeto social não é elemento accidental do contrato social. Conforme já se explanou acima, a atividade a ser desenvolvida é elemento essencial do contrato social, razão pela qual, o objeto social é elemento essencial do contrato de sociedade.

Como nos explica Gianluca LA VILLA⁸³, em obra seminal sobre o assunto, o objeto social não pode ser considerado como elemento de menor importância do contrato social, tampouco como elemento natural dessa espécie contratual, em razão da posição especial que ocupa na legislação específica sobre as sociedades anônimas.

Aduz, ainda, que o objeto social não pode ser confundido com os motivos do contrato social, especialmente porque os motivos, entendidos como causa do contrato são apenas mera representação da vontade humana. Ademais, porque os motivos são apenas excepcionalmente relevantes para a análise do contrato, e objeto social é sempre relevante, tanto assim que o sistema de invalidade para os motivos é totalmente diverso do sistema de nulidade para o objeto social.

O objeto social estaria para o contrato de sociedade assim como o objeto de um contrato está para esse instrumento jurídico: é o bem jurídico sobre qual o consenso de vontades se assenta.

É de se afirmar, pois, que, se o objeto social é o objeto do contrato de sociedade, então a atividade empresarial é o objeto do contrato. A peculiaridade aí escondida é que a atividade não pode ser encarada como um bem, como seria de se considerar em um contrato de venda e compra de uma casa.

A empresa é atividade comum à sociedade, de onde advêm os lucros. Atividade essa que toca em interesses que não necessariamente podem ser resumidos nos dos sócios.

⁸³ In ob. cit. p. 61.

Ora, já no momento da sua constituição a sociedade é composta pelo aporte dos sócios ao capital social para o desenvolvimento de um empreendimento específico (objeto social). E a índole para captação no mercado se mantém ao longo da vida da companhia.

Dessa maneira, a vocação para tutelar interesses externos alarga-se, abrangendo todos aqueles que, de uma maneira ou de outra, mantém relação com a sociedade, v.g. credores, trabalhadores e consumidores. Daí a pertinência do rigor com os requisitos, advindos da teoria do contrato e sobre os quais discorreremos abaixo.

IV.2 Requisitos do objeto social

O momento de constituição da companhia, em seu aspecto formal, de produção do documento que lhe dá vida, que corporifica o acordo de vontades, há de determinar o empreendimento que se pretende levar adiante. Ora, conforme pontuamos acima, esse momento inicial reclama uma análise dos pressupostos de existência.

Cabe lembrar, que a proteção legal do objeto social abrange tanto acionistas quanto debenturistas, eis que o objeto da companhia deverá constar dos certificados das debêntures (art. 64 da LSA). Quanto aos detentores de debêntures conversíveis em ações, enquanto puder ser exercido o direito à conversão, o art. 57 da LSA determina que a modificação do estatuto para que o objeto social seja alterado dependerá de prévia aprovação dos debenturistas, em assembleia especial, ou de seu agente fiduciário.

No que respeita à indicação do objeto social no documento constitutivo da sociedade por ações, Bruno FERRARO, referindo-se à legislação italiana, afirma que os vícios concernentes à falta de objeto ou à ilicitude do mesmo podem ser sanados pelos sócios fundadores⁸⁴.

Por esta razão, salutar que façamos aqui uma análise dos requisitos exigidos para a cláusula do objeto social no contrato social.

⁸⁴ In *Delle società*. Padova: CEDAM, 1989, p. 42.

IV.2.1 O intuito lucrativo

Trajano de Miranda VALVERDE comentando o art.2º do Decreto-lei 2627/40⁸⁵ já destacava que o intuito de lucro deve permear o objeto das sociedades anônimas. Dizia o autor que o objeto de uma determinada sociedade pode não ser econômico e, quando o é, pode não ter o intuito de gerar lucro, exceto no caso das sociedades anônimas⁸⁶. Afirmava, ademais, não compreender uma sociedade de capitais “sem o espírito de lucro” entendendo que “o fim do lucro é o móvel da sua organização” e que “a sociedade preenche o fim, para que foi constituída, quando realiza lucros, mediante a exploração de seu objeto” entendendo inconcebível “que possam tomar a forma anônima as associações de fins religiosos, morais, científicos, literários, políticos ou de beneficência” como permitido pela legislação anterior a 1940.

Também J. C. SAMPAIO DE LACERDA⁸⁷, comentando a legislação agora revogada, menciona que anteriormente a 1940 a lei não fazia exigência de que o objeto social tivesse fim lucrativo, “sendo mesmo comum haver sociedades anônimas para fins literários, científicos, políticos, beneficentes, recreativos e religiosos”.

De maneira que a sociedade anônima somente preenche o seu fim quando realiza lucros mediante a exploração de seu objeto, posto que a realização de lucros é da essência desse tipo de sociedade. Consoante Modesto CARVALHOSA “*Fim, nesse sentido, compreende tanto o aspecto teleológico (meta de toda sociedade anônima) quanto a atividade empresarial estabelecida no estatuto (plano contratual)*”⁸⁸.

VERÇOSA, ao tratar do tema em comento, anota o traço da natureza necessariamente lucrativa que deve circundar o objeto da sociedade anônima, como um

⁸⁵ “Art. 2º Pode ser objeto da sociedade anônima ou companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública ou aos bons costumes.

Parágrafo único. Qualquer que seja o objeto, a sociedade anônima ou companhia é mercantil e rege-se pelas leis e usos do comércio.”

⁸⁶ In ob. cit., pp. 71-77.

⁸⁷ In *Manual das sociedades por ações*. 2ª ed. aument. e atual. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1971.

⁸⁸ Cf. CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, vol. 1, 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2009, p. 21.

índice de evolução histórica⁸⁹. Tanto assim que conceitua o objeto social como o campo nos limites do qual a companhia busca os lucros que serão divididos entre os sócios.

Ademais, é de se pontuar que o intuito lucrativo é exigido tanto no que respeita aos fundamentos da constituição da companhia, quanto no próprio decorrer de sua atividade. Bem assim, os lucros são imprescindíveis para a continuidade da empresa, como disposto no art.206, inciso II, *b*. Ora, no limite, uma vez que inexistia lucro, a sociedade pode ser dissolvida por pedido judicial de acionista representante de 5% ou mais do capital social.

Nesse sentido, temos que a finalidade lucrativa é ínsita ao tipo societário de sociedade anônima, em especial a companhia aberta. Mais: existe expressa indicação de que os lucros devem ser divididos e distribuídos entre os sócios.

A participação dos acionistas nos lucros, portanto, é obrigatória na forma da distribuição dos dividendos, princípio esse insculpido nos arts. 202 a 205 do diploma societário.

Destarte, é muito comum que se afirme a existência de um direito subjetivo dos acionistas de receber dividendos, que, se não cumprido, dá origem a outros direitos subjetivos, como o de recesso, conforme previsão genérica do art. 136, quando da alteração estatutária dos dispositivos que tratam dos dividendos obrigatórios e do exercício do direito de voto pelos acionistas preferencialistas.

Em tempo: lembra-nos CARVALHOSA que o “fim lucrativo” deve ser interpretado com ressalvas à sociedade estatal, porquanto o interesse público que lhes é peculiar. Cabe às sociedades de economia mista conciliar o interesse público em questão com a obtenção de lucros suficientes para remunerar os capitais que coletaram junto aos investidores⁹⁰.

⁸⁹ In ob. cit., p. 119.

⁹⁰ In ob. cit., pp. 21-22

IV.2.2 A licitude

No que tange à ilicitude do objeto social, nos explicava VALVERDE que esta poderia ser absoluta, quando a atividade é ilícita *per se* e não pode ser praticada por nenhuma pessoa, individual ou coletiva, ou então decorrer apenas de uma proibição específica para o exercício de uma atividade por um determinado tipo societário. A licitude do referido objeto, nas palavras do autor, seria verificada pelo Registro do Comércio e a consequência da ilicitude seria a liquidação da sociedade.⁹¹

É salutar ponderarmos que a companhia não poderá ter seus atos constitutivos registrados se estes estiverem inquinados de alguma ilicitude e, nesse ponto, o autor liga a ilicitude ao desvio de finalidade, no momento que entende que o desvio de finalidade do objeto social pode levar a companhia à prática de atos ilícitos⁹².

Mais adiante, no entanto, aproxima o desvio de finalidade ao abuso de poder nas companhias. Daí, entendemos válida a discussão acerca do conceito de desvio de finalidade, bem como os de abuso de direito. O que faremos adiante.

Ao Registro de Comércio compete negar o arquivamento dos atos constitutivos quando o objeto que consta do estatuto que se pretende arquivado for manifestamente ilícito. Ainda assim, se o registro for concedido, a sociedade pode ser dissolvida por decisão judicial, a pedido de acionista ou autoridade administrativa competente⁹³.

Ademais, se constituída por objeto lícito, mas for posteriormente convertido para objeto ilícito, pode haver a dissolução amigável, judicial ou administrativa, ou a alteração do objeto social por deliberação da assembleia geral. No caso de objeto antes lícito, mas que se torne ilícito ao longo da vida da companhia (cassação da autorização para funcionamento, por exemplo), a sociedade entra na ilegalidade e a ela se aplicam as mesmas medidas descritas anteriormente.

⁹¹ In ob. cit., p. 80. O curioso, nesse ponto, é a equiparação que se fazia, à época, entre os atos imorais e os atos ilícitos, na medida em se afirmava que os Tribunais eram competentes para julgar os atos contra a moral social e contra os bons costumes.

⁹² Cf. VERÇOSA *Curso de direito comercial*, vol. 3. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 118.

⁹³ Cf. CARVALHOSA, ob. cit., p. 22.

Ainda, consta do dispositivo legal que o objeto social, mesmo que lícito, deverá respeitar a moral e os bons costumes. Em que pese a generalidade desses conceitos, conforme já afirmamos acima, ambos encontram significado na proteção do tripé: vida, liberdade e dignidade da pessoa humana.

É necessário ressaltar, igualmente, que ainda que o objeto social seja lícito, pode a companhia praticar, em decorrência de atos de administradores inescrupulosos, atos ilegais. Ora, tais atos devem ser anulados e devem ser responsabilizados tais administradores. Trataremos melhor desse tema no capítulo seguinte.

IV.2.3 A possibilidade

Além de lícito, há de ser o objeto da companhia possível de ser realizado. Deve ser reiterado, pois, que a companhia será dissolvida no caso em que restar comprovado que ela não tem condições de preencher seu fim, em decisão judicial promovida por acionistas que representem cinco por cento do capital social.

O que a Lei 6404/76 almeja é a viabilidade econômica do objeto como condição de constituição de companhia aberta. A exequibilidade e a viabilidade econômica devem se encontrar explicitadas, assim como seus fins, de forma exaustiva, nos termos de seu art. 84.

Bem assim, poderá haver dissolução judicial da companhia quando comprovada a impossibilidade de preenchimento do fim social, nos termos do art. 206. Claro está, no entanto, que, em caso de impossibilidade de desenvolvimento do objeto social, poderá haver alteração deste, caso em que se exige decisão válida da assembléia.

Ora, qual o significado de possibilidade do objeto? Pois bem, objeto possível é aquele que se demonstra exequível, realizável.

Há, pois, presunção de que a sociedade constituída sob a forma de anônima deverá ter por objeto o desenvolvimento de atividade empresarial. Atividade esta que, no afã de gerar lucros, deverá ser materialmente possível de ser realizada, de acordo com o patrimônio que ostenta e a capacidade de captação de recursos de que está munida.

Por esta razão, a idéia de possibilidade do objeto será posteriormente discutida quando tratarmos da atividade financeira da companhia e a sua devida capitalização.

IV.2.4 A delimitação

A nossa legislação atual exige que o objeto social da companhia aberta seja definido de modo preciso e completo (art. 2º, § 2º, da LSA) à luz da responsabilidade do acionista controlador e dos administradores da companhia.

A Exposição de motivos da Lei 6.404/76 já destacava:

“... prescreve que o **objeto social seja definido de modo preciso e completo** (art. 2º, §2º), o que constitui providência fundamental para a defesa de minoria, pois limita a área de discricionariedade de administradores e acionistas majoritários e possibilita a caracterização de modalidades de abuso de poder;...” (grifo nosso).

Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO⁹⁴ observam que à época da edição da LSA o ordenamento positivo já contemplava a necessidade do objeto social ser preciso e completo. Assim o art. 64 do Decreto 57651/66 determinava para arquivamento no Registro do Comércio a declaração do objeto e finalidade do empreendimento, considerando-se “precisão” o objeto da empresa que indicasse o gênero, a espécie e o local de sua exploração. Ademais, que a Lei 4137/62, de repressão ao abuso do poder econômica, proibia serem arquivados pelo Registro do Comércio atos constitutivos sem a declaração precisa e detalhada do objeto da empresa.

A preocupação com a delimitação precisa do objeto no estatuto já vinha referida no Decreto-lei 2627/40, conforme nos demonstra VALVERDE⁹⁵. Certo era que, à época, ainda havia a discussão acerca do objeto essencial das companhias (art. 105 que tratava de quórum qualificado), o que não acontece mais hoje, tanto assim que o referido

⁹⁴ In ob.cit. p.103.

⁹⁵ In ob. cit., p. 79.

autor afirmava que a companhia poderia ter mais de um objeto essencial, ou então, vários objetos.

VALVERDE reconhecia, ainda que em tese, a limitação que a cláusula do objeto social opõe à atuação dos administradores, afirmando que, caso esses praticassem atos estranhos ao objeto social, a sociedade não responderia. Entretanto, afirma que não se trataria de ato *ultra vires*, porquanto tal doutrina teria se desenvolvido com fundamento na identificação entre a existência da companhia e os seus poderes, conforme definidos no estatuto.

No que respeita ao requisito da delimitação precisa do objeto social, exigência do art. 2º, §2º da Lei 6404/76, afirma o autor que tal dispositivo deve ser aplicado em conjunto com o art. 35, III da Lei 8934/94 que dispões sobre o registro público de empresas mercantis⁹⁶.

Para VERÇOSA, a idéia que fundamenta essa obrigação está na proteção dos interesses de todos os envolvidos com a companhia, de todos os que têm os seus interesses ligados ao funcionamento da empresa, os chamados *stakeholders*.

Assim, visa à proteção dos acionistas minoritários, no tocante à fiscalização dos administradores e do controlador; visa também à proteção dos terceiros que negociam com a companhia, quando lhes permite saber se a companhia será capaz de adimplir suas dívidas; por fim, visa proteger também o controlador e os administradores, ao estipular os limites de sua atuação.

Compreende-se que ao saberem os possíveis limites de sua atuação pela cláusula do objeto, os administradores e controladores terão resguardo ao serem questionados acerca de sua atuação, pelo que, é válido reconhecer ao objeto essa função protetiva.

No entanto, duas questões merecem atenção. A primeira concernente à alegação da proteção efetiva aos terceiros contratantes, na medida em que se reconhece que

⁹⁶ “Art. 35. Não podem ser arquivados:

III - os atos constitutivos de empresas mercantis que, além das cláusulas exigidas em lei, não designarem o respectivo capital, bem como a declaração precisa de seu objeto, cuja indicação no nome empresarial é facultativa;”

da precisão da cláusula do objeto social nascerá a presunção da solvabilidade da companhia. A outra relativa à proteção dos minoritários, no que respeita ao aumento da fiscalização da gestão da companhia, com fundamento na crença de que os administradores e controladores prender-se-ão aos limites estabelecidos pelo objeto social.

IV.3 A interpretação do objeto social

Entendemos, nesse ponto, que a pesquisa requer uma análise, ainda que breve, sobre a natureza jurídica, a interpretação e, sobretudo, a importância do estatuto da companhia aberta.

Ora, o estatuto disciplina uma atividade, uma empresa (a que já fizemos referência, quando da discussão da obra de ASQUINI⁹⁷), cujo escopo protraí-se no tempo, porque tem duração indeterminada. O estatuto social pode ser conceituado, então, como um ordenamento normativo⁹⁸.

As regras disciplinadas em tal documento têm aplicação imediata, servindo a estruturar as relações entre os sócios e entre a sociedade e o mundo exterior.

Portanto, as regras estatutárias têm como características a generalidade, a abstração e perenidade. Razão pela qual há sempre a necessidade, como existe com qualquer diploma de índole semelhante, de interpretação constante para permitir a continuidade da sua aplicação.

As regras de interpretação são as mesmas aplicadas para qualquer normativo. Assim, o intérprete deve sempre procurar compreendê-las sistematicamente, tendo como parâmetro a finalidade (a empresa) para a qual a companhia foi constituída, e, logicamente, a finalidade para qual existe o estatuto: organizar e disciplinar o exercício daquela atividade.

⁹⁷ Cf. ob cit., p. 23.

⁹⁸ A expressão é devida a Marco La Rosa Almeida in *Interpretação dos estatutos das sociedades por ações*. Dissertação de Mestrado defendida junto à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

É exatamente em razão dessa importante função, que o estatuto deve ser redigido de maneira completa, para que estejam bem delimitados os atos dos sócios, dos administradores e, no limite, da própria sociedade, quando pensamos nos terceiros afetados.

Nessa perspectiva, tem-se que o estatuto é um diploma normativo, de índole perene, que serve a disciplinar as relações internas e externas da companhia, pelo que deve ser redigido de maneira completa e deve ser interpretado com esteio no cumprimento da finalidade para a qual foi constituída a companhia, vale dizer, com fulcro na atividade a ser desenvolvida.

Como cláusula constante desse estatuto, o objeto social, deve também ser claro e preciso, porquanto aplicável tanto às relações internas, quanto às externas. Daí conclui-se que a prática de atos compreendidos fora do objeto social deve ser entendida como desvio de finalidade da própria companhia.

A análise do objeto social, portanto, baliza a interpretação de todo o estatuto. A dúvida que pode surgir, como ademais surge para temas como o interesse social, é de quem é o sujeito ativo da interpretação do objeto social.

Seria o próprio acionista? E se fosse, seria a assembleia competente para deliberar acerca de quais atos pertencem, ou não, ao objeto social?

Seria o administrador? E se o fosse, poderia a Assembleia convalidar atos que pudessem ser, *a priori*, contrários ou desviantes do objeto social?

Por fim, tendo em vista o preceito constitucional da inafastabilidade do Poder Judiciário (art. 5º, XXXV da CF/88), caberia ao juiz, em última instância, decidir quais atos estariam abrangidos pela referida cláusula?

Tais questões serão abordadas, quando da discussão da efetiva atividade exercida pela empresa, no capítulo seguinte.

IV.4 Objeto social, personalidade jurídica e limitação da responsabilidade

Do ponto de vista econômico, o empresário exerce três funções: “(i) *organizar os fatores de produção, com a constituição ou expansão da empresa*; (ii) *administrar e gerir a empresa, com a direção das atividades sociais, organizadas com maior ou menor complexidade numa estrutura hierarquizada*; e (iii) *assumir os riscos empresariais, inerentes à produção e à incerteza da receita auferida com a venda de bens e serviços produzidos*.”⁹⁹.

Assim, para criar a empresa, os fundadores estabelecem um empreendimento de índole mercantil, contribuindo financeiramente para o seu desenvolvimento. Daí nascerá o capital social que vai permitir o exercício dessas atividades sociais, consentindo tanto a transferência de riscos da empresa para um patrimônio em separado e a limitação da responsabilidade dos sócios, quanto à definição dos direitos patrimoniais e políticos destes.

Com efeito, a criação da pessoa jurídica tem que ver com o desejo das pessoas de se lançar em determinados empreendimentos que, tendo em vista o acúmulo de capital que exigem e o risco a que expõem os seus titulares, demandam algum tipo de proteção ao investidor. É aí que surge esse ente personalizado, titular de direitos e obrigações próprias, capaz de assumir os riscos das atividades produtivas, onerando os investidores apenas no montante do aporte de capitais realizado. Não por outro motivo a precisa observação de Francesco FERRARA ao considerá-la uma armadura jurídica, capaz de proteger o homem quando esse decide aventurar-se no mundo dos negócios¹⁰⁰.

Como a sociedade torna-se um sujeito de direito autônomo, lhe é reconhecido um patrimônio próprio distinto do patrimônio de seus membros, o qual responderá pelas obrigações da mesma. Razão pela qual os sócios perdem a propriedade dos bens de produção, adquirindo, em contrapartida, direitos exigíveis contra a sociedade:

⁹⁹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de capital das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988, p. 11.

¹⁰⁰ In *Trattato de diritto civile italiano*. Roma: Athenaeum, 1921, p. 598.

direito à distribuição dos dividendos, direito à informação e direito à livre transferência das ações, dentre outros¹⁰¹.

Ora, daí que a importância do instituto analisado está em ser meio para a limitação da responsabilidade, mormente nas sociedades comerciais, através da constituição de um patrimônio separado ou autônomo daquele de seus membros para o exercício de uma atividade empresarial.

Segundo ASCARELLI, o princípio da responsabilidade limitada representa exceção frente ao sistema dos princípios jurídicos gerais. Por essa razão a criação de ente personalizado com patrimônio separado se torna também uma exceção¹⁰². A limitação da responsabilidade seria um privilégio somente consagrado por lei.

No entanto, sabe-se que foi a limitação da responsabilidade que permitiu o desenvolvimento das sociedades anônimas, em grande parte em razão dos reclamos feitos durante o século XIX. Isto porque a constituição de uma pessoa jurídica com patrimônio separado, em que se verificava a limitação da responsabilidade, representou técnica que permitiu aos homens intentarem negócios sem colocarem em risco seu patrimônio pessoal.

Sabe-se que as normas que tutelam a responsabilidade limitada dos acionistas têm que ver mais com as relações *externa corporis*, isto é, as relações entre a sociedade e terceiros¹⁰³.

Daí exigir-se a publicidade dos atos praticados por tais entes, no sentido de permitir aos sócios, aos credores e aos demais interessados o conhecimento dos atos praticados, para verificar o respeito ao objeto social.

¹⁰¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002, pp. 72-73.

¹⁰² In ob. cit., p. 463.

¹⁰³ Cf. ASCARELLI, ob. cit., p. 480.

Capítulo V. Objeto social e gestão da companhia aberta

V.1 Objeto social como exercício de atividade econômica

Alberto ARAMOUNI começa sua rica exposição acerca do objeto social, partindo da premissa da diferenciação entre sociedades civis e comerciais, pelo que afirma que na legislação argentina, o objeto social nunca foi importante para diferenciar umas e outras, mas sim a simples opção pelo tipo societário¹⁰⁴. A princípio, portanto, poderia ser objeto de uma sociedade civil, empresa de natureza comercial.

A este ponto, no entanto, comenta o autor argentino que as sociedades, uma vez definidas como comerciais, devem ter como atividade, de maneira genérica, a produção ou intercâmbio de bens e serviços e, conclui o mestre, afirmando *“comprendiendo em esto a todos aquellos que eran considerados objetos civiles”*.

A lei atual de sociedades por ações, seguindo o posicionamento do antigo Decreto-lei 2627/40, considera como mercantil toda sociedade que se organiza como sociedade anônima, independentemente do seu objeto¹⁰⁵.

Bem assim, o objeto social circunscreve uma atividade econômica para cujo desenvolvimento a sociedade foi constituída. Esse elo que une os acionistas tem em si, sobretudo, uma natureza contratual.

É por essa razão, conforme elucidados acima, que o contrato social dá forma jurídica ao ato constitutivo, mas nele não se esgota, senão que, durante a vida da empresa, servirá a tutelar todos aqueles interessados no bom desenvolvimento da atividade econômica.

Nesse momento, esta deve ser disciplinada como instituição, com regras éticas de comportamento social superior, atendendo primariamente aos interesses da empresa (sua conservação e continuidade) integrada como órgão da economia social, e só depois aos interesses egoísticos dos acionistas (vontade dos sócios).

¹⁰⁴ In *El objeto en las sociedades comerciales*. Buenos Aires: Editorial Astrea, 2010, p. 24

¹⁰⁵ Cf. Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO in ob. cit., p. 103. Dizem os autores que a consequência prática desse regramento é que a sociedade se regerá pelas leis, usos e costumes do comércio. Ver ainda e no mesmo sentido CARVALHOSA in ob. cit., p. 17 e ss.

Daí a importância do estudo que passamos a fazer, no sentido de entendermos em que medida o objeto social, encarado desde o ponto de vista do exercício de uma atividade econômica, contribui por estabelecer os limites de atuação da empresa e a vinculação desta pelos atos de seus representantes.

V.2 Objeto social e capacidade da sociedade

Os negócios sociais estarão enquadrados na moldura do objeto social uma vez que a assembleia geral deve tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento e decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia, nos termos do art. 121 da LSA.

Uma distinção que deve ser feita para a compreensão da matéria tem que ver com os tipos de atos que os administradores podem praticar. Assim, no que se refere ao preenchimento do objeto social, este tem concordância com os chamados atos de gestão. Os atos de gestão, por conseguinte, são os que permitem a consecução do objeto social.

Desta forma, o objeto social limita a liberdade de gestão dos administradores e preordena a sua atuação. Não é possível estabelecer *a priori* quais atos se enquadram no âmbito do objeto e quais dele desviam, sendo necessária análise fática para essa determinação (uma das dificuldades da aplicação da teoria dos atos *ultra vires*).

Já no *caput* do art. 1015 do Código Civil foram dispostos atos (oneração ou venda de bens imóveis) que por política legislativa são considerados extraordinários, a não ser que integrem o objeto social, requerendo obrigatoriamente autorização adicional dos demais sócios. Essa é uma limitação legal aos atos de gestão. À exceção das duas já mencionadas, pode haver ainda restrições convencionais a esses atos, inscritas no contrato ou estatuto social, desde que compatíveis com a estrutura societária (sem privar os administradores dos mínimos poderes necessários – competências privativas e indelegáveis fixadas na lei societária). Tais disposições restaram inalteradas da lei antecedente.

Por esta razão, é salutar ponderarmos se a capacidade da sociedade, no modelo de representação estruturado pela lei do anonimato, está presa à sua atuação.

V.3 A vinculação da sociedade pelos atos dos administradores

A representação da sociedade anônima é de competência privativa de seus diretores nos termos do art. 138, §1º da LSA, que lhes atribui o poder de manifestar externamente, em relação a terceiros, a vontade social, com efeitos imputáveis à companhia (art. 158). Restrições ao exercício desse poder são facultadas aos acionistas, desde que respeitando o disposto em lei.

A questão que se impõe ao presente estudo é a extensão da eficácia dos atos dos administradores em relação a terceiros (vinculação da sociedade à obrigação) quando extravasados os limites estatutários estabelecidos para o exercício da representação social, ou quando esses limites são respeitados, mas o objeto social é afrontado (sendo que ele é um limite da atividade empresarial), ou, ainda, quando ambos são respeitados, mas é praticado ato ilícito em nome da companhia.

A sociedade anônima tem capacidade genérica de adquirir direitos e obrigações, além de aptidão específica para exercê-los¹⁰⁶. No entanto, por ser uma pessoa jurídica, ela necessita de algum elemento que possa representá-la, exteriorizando sua vontade.

Por essa razão, em decorrência da teoria organicista, existem órgãos de representação como meio de permitir a exteriorização da sua vontade¹⁰⁷. Tal função foi incumbida legalmente ao órgão diretivo, conforme decorre do texto do art.138, §1º da LSA.

Pode ocorrer, no entanto, que coincidam os órgãos de gestão e de representação na administração, mas, tratando especificamente das companhias abertas, a estrutura de administração é dual, isto é, formalizada pelo Conselho de Administração e pela Diretoria, sendo ambos compostos, necessariamente, por pessoas físicas (art.146).

¹⁰⁶ Cf. ESPÍRITO SANTO, João. *Sociedades por quotas e anónimas – Vinculação objecto social e representação plural*. Coimbra: Almedina, 2000, pp. 180 e ss.

¹⁰⁷ Para um exame mais acurado dos efeitos da teoria organicista, ver, por todos, CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de sociedades anónimas*. Coimbra: Almedina, 1993, pp. 201 e ss.

Assim, tais pessoas físicas exercem a representação orgânica da sociedade: agem como a sociedade por ser membro integrante de seu organismo, formando, portanto, apenas uma vontade. Ora, desta feita, agem condicionadas à capacidade jurídica da companhia em questão, limitada e orientada no sentido de determinado fim.

Por esta razão, dir-se-ia que atos fora dessa capacidade especializada não são imputáveis à empresa, não sendo necessariamente inválidos, mas sim de responsabilidade pessoal dos representantes que descumpriram o estatuto que disciplinava as referidas capacidades.

Essa é uma construção doutrinária formulada em prol dos interesses da sociedade e de seus acionistas, visando delimitar a área de discricionariedade de seus administradores. Contudo, no cotidiano empresarial, determinadas situações tornam extremamente difícil estabelecer esses limites em termos práticos: faltam, no mais das vezes, critérios de pertinência de um determinado ato ao objeto social, gerando, assim, insegurança jurídica.

Por tais problemas, as legislações modernas evoluíram no sentido de estabelecer a inoponibilidade a terceiros dos atos estranhos ao objeto social praticados pelos administradores. Seja na mudança de plano da validade para a eficácia nos ordenamentos que reconhecem a teoria *ultra vires societatis*, seja nas legislações em que a sociedade tem capacidade plena de agir, excetuando-se o caso de terceiros de má-fé que se aproveitam da tutela oferecida pelo princípio da inoponibilidade para causar dano à companhia. Assim, em um a oponibilidade é a regra, no outro a exceção¹⁰⁸.

Estudando os sistemas dos países europeus que seguem as tendências acima narradas, diz-nos LEÃES que, enquanto o primeiro grupo valoriza os interesses da sociedade e dos acionistas, chegando a tal evolução por meio da teoria da aparência (primeiro em França, depois na Itália, difundindo-se daí em diante), o segundo prioriza a tutela do tráfico jurídico (regra uniforme adotada pela Comunidade Econômica Européia), admitindo exceções em caso de conluio entre representante e terceiro, abuso de

¹⁰⁸ Cf., nesse sentido, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O alcance das limitações estatutárias ao poder de representação dos diretores in RDM 113/28, p. 29.

representação com conhecimento de terceiro ou com seu desconhecimento por grave negligência, até chegar à conclusão atual referente à má-fé¹⁰⁹.

Lançando um olhar para as disposições da União Européia, é possível concluir que os únicos limites à vinculação dos atos da diretoria a terceiros são os legais e a má-fé do terceiro, seja ela pela ciência da estranheza do ato ao objeto, seja por negligência (dadas as circunstâncias, o terceiro deveria saber que o ato era estranho), não bastando a publicidade do registro da companhia como prova.

No que respeita às restrições que os estatutos colocam ao poder de representação dos órgãos, duas correntes teóricas foram construídas: uma que leva em conta os interesses da sociedade e outra que foca o interesse coletivo.

Na primeira, caso das antigas legislações francesa e italiana, prevalece a oponibilidade das restrições convencionais a terceiros, desde que registradas ou publicadas para seu conhecimento. Porém, por construção jurisprudencial, os limites estatutários seriam inoponíveis se o administrador agisse dentro de seus poderes aparentes (teoria da aparência), se a sociedade ratificasse seus atos, tácita ou expressamente, ou se as regras estatutárias tivessem interpretação dúbia, em respeito à boa-fé.

Na segunda, tendo como exemplos o ordenamento alemão e o da comunidade européia (inclusive França e, por último, Itália), vigora o princípio da inoponibilidade de restrições convencionais a terceiros de boa-fé.

A tendência moderna é a adoção do segundo tipo de vinculação, pois sobre o interesse individual da empresa deve sobrepor-se o interesse geral de todas as empresas na segurança do tráfico comercial. Se a posição jurídica da sociedade é incerta, sua validade e solidez ignoradas e os poderes de seus representantes contestáveis, o terceiro renunciará a fazer negócios com ela.

O direito anglo-americano a vem seguindo, também considerando as restrições estatutárias como válidas apenas no plano de relações internas, só oponíveis a terceiros se provado que eles as conheciam, e, ainda assim, com exceções se os administradores estivessem revestidos de “aparência de poder” (*apparent authority*) ou se

¹⁰⁹ Idem, ibidem

o estatuto tivesse se modificado pelos usos e costumes da companhia em seus negócios. Dessa maneira, repetidas violações dos limites estabelecidos pelos administradores são tidos como aquiescência da sociedade representada, ou de seus acionistas, para com as modificações (*informal acquiescence theorie*).

O princípio da *exceptio doli generalis* está presente em todas as legislações, contudo, na Itália, a exceção à inoponibilidade é ainda mais rigorosa, não bastando provar mera má-fé, mas sim sendo obrigatória a prova de dolo por parte do terceiro.

V.4 Desvio de objeto, teoria *ultra vires* e ato de liberalidade

A discussão travada acima a respeito da vinculação da sociedade pelos atos dos administradores leva à análise dos atos *ultra vires*. Waldírio BULGARELLI, em artigo de nomeada¹¹⁰, trata da teoria dos atos *ultra vires*, já calejada em seus próprios fundamentos. Dizia-nos o autor à época que, não obstante as críticas, a referida teoria ainda era de valor considerável para o cotidiano das sociedades por ações e que a descrição do objeto social era da maior importância, configurando-se como perigosos os atos que o violassem, tanto para os credores quanto para os acionistas.

Grande parte das críticas que se fazem ao tema são devidas às confusões havidas com seu emprego. Assim, frequentemente ela é referida para sancionar atos de excesso de poder por parte dos órgãos da companhia, ainda que o ato excessivo esteja contido na cláusula do objeto social. Há, ainda, quem inquene de *ultra vires* os atos totalmente ilegais.

Diz-nos o autor que o desenvolvimento da teoria ocorreu tardiamente no direito inglês, tendo em vista a concepção, desenvolvida no início do século XVII, de que às pessoas jurídicas era reconhecida capacidade semelhante à de uma pessoa física, nas medidas de suas “possibilidades físicas”¹¹¹.

¹¹⁰ Ob. cit.

¹¹¹ Afirma também o autor que “(...) A doutrina européia-continental não conheceu a doutrina *ultra vires*. A concepção a bem dizer orgânica do objeto social como limite da atividade da sociedade, vinha integrada no

A teoria somente surgiu com a concepção moderna de sociedade, cuja personalização ocorria por meio do registro, sendo a responsabilidade dos sócios limitada ao valor investido. Bem assim, diz-nos o autor¹¹², que se costuma colocar a decisão do caso *Ashbury Railway Carriage and Iron Company (Limited) v Hector Riche* (1875)¹¹³ pela Câmara dos Lordes na Inglaterra como o marco de nascimento da aplicação da teoria, segundo a qual, uma sociedade concebida para a realização de um determinado propósito não deve investir seus recursos em outro, ainda que pareça desejável.

A teoria, ainda que alterada pela jurisprudência, que admitia a prática de atividades acessórias ao objeto principal, impediu o cometimento de fraudes diversas pelos administradores e controladores, tanto contra os minoritários, posto evitar mudanças sorrateiras de objeto, quanto a credores, no que tange ao esvaziamento patrimonial.

No entanto, a teoria também começou a gerar alguns problemas, entre os quais a prática pouco ortodoxa de se enunciar nos atos constitutivos uma série de atividades que pudessem ser acessórias ao objeto, bem como as que pudessem parecer interessantes à administração. E tal recurso, ao longo do tempo, se constitui escusa à sanção ao *ultra vires*, também acaba por enfraquecer o instituto do objeto social.

Esse desprestígio é referido por GOWER, citado por BULGARELLI, quando afirma que os tribunais ingleses têm relaxado no trato da questão, permitindo a aposição de cláusulas genéricas aos estatutos, conferindo grandes e, no limite, arbitrários, poderes aos administradores, embora já se tivesse reconhecido que os poderes da administração deversem ser subordinados ao estatuto.

BULGARELLI cita COLOMBRES, autor que distingue os tipos de atos *ultra vires*. Dessa maneira há aqueles que o são para a sociedade e aqueles que embora sejam *intra vires* para a sociedade, são *ultra vires* para seus órgãos. A mesma distinção

próprio conceito de sociedade e no mandato, não acarretando, o aparecimento da expressão objeto social que só iria surgir contemporaneamente”. In ob. cit., p. 117.

¹¹² Ob. cit, pp. 112 e ss.

¹¹³ O caso versava sobre uma companhia cujo objeto previsto no estatuto era a fabricação e venda de vagões e contratou a concessão para construção de ferrovias. Nesse mesmo sentido estão Rubens Requião, in *Curso de direito comercial*, vol. 2. 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 1981, p. 185 e Paul Davies in *Gower and Davies' principles of modern company Law*. Londres: Sweet&Maxwell, 2003, p. 132. Mario Diney Correa Bittencourt, entretanto, traz um conjunto de autores que citam precedentes diversos, entre os quais, o verbete para *ultra vires* do Bouvier's Law Dictionary, segundo o qual a teoria teria surgido em 1845 in As sociedades comerciais e os atos *ultra vires*, RT 656, p. 49.

também é empreendida por Paul L. DAVIES que conceitua o instituto como o conjunto de situações em que a empresa age além da sua capacidade, ou quando um administrador age com excesso de autoridade¹¹⁴.

O desenvolvimento da teoria *ultra vires* ocorre, em verdade, na Inglaterra, em 1844, com o *Join Stock Companies Act*, que, em seu art. 4º, obrigava a descrição do objeto social no ato constitutivo da companhia, e no art. 12 circunscrevia a capacidade da sociedade ao objeto social¹¹⁵. Não obstante, a sua aplicação somente se efetiva a partir de 1875, conforme pontuamos acima. Logo, passou a prevalecer a inalterabilidade do objeto societário.

Conforme nos informa REQUIÃO, nos debates àquela lei (*Report of the Companies Law Committee*), foi instaurado o regime especial, ficando decidido que o objeto social determina a capacidade da sociedade, sendo consequentemente nulos os atos praticados à margem dele. Desta forma, ao ter conhecimento de uma sociedade que praticasse atos *ultra vires*, o procurador-geral poderia promover ação para cassar a *charter* que deu àquela sociedade existência como pessoa jurídica¹¹⁶.

A teoria dos atos *ultra vires* foi implantada nos EUA de forma menos rigorosa do que o fora na Inglaterra. A idéia era de que deveriam prevalecer as transações comerciais da sociedade, em detrimento dos interesses dos acionistas. Para uma proteção acessória aos direitos destes, bastava o estabelecimento de limites de atuação aos administradores e a cominação de sanções internas a eles, em caso de desrespeito a tais regras.

Nos tribunais estadunidenses, começaram a ser desenvolvidas diversas teorias paralelas, entre as quais se destaca a dos poderes implícitos dos administradores (*Implied in; auxiliary to the original grant*), pela qual, no limite, a assembleia geral poderia convalidar atos *ultra vires* praticados pelos administradores, sob a alegação de serem “acessórios” ao objeto social principal.

¹¹⁴ In ob. cit., p. 131. O autor ainda pondera que um ato ilegal não se classifica como *ultra vires*.

¹¹⁵ Cf. BITTENCOURT, Mário Diney Correa. As sociedades comerciais e os atos *ultra vires* in RT 656/48.

¹¹⁶ In ob. cit., p. 185.

No Brasil, afirma REQUIÃO, a legislação societária, não obstante tenha tratado da responsabilização dos administradores em casos de violação da lei ou do estatuto da sociedade, não tratou dos efeitos dos atos *ultra vires*. Aduz o mestre que chegou a apresentar medida no sentido da invalidade dos atos *ultra vires* quando prejudiciais à sociedade, sendo, no entanto, admitida sua ratificação pela assembleia quando não prejudiciais ou vantajosos, mas essa proposta não foi aceita como emenda no Anteprojeto¹¹⁷.

Assim, a expressão ato *ultra vires* é usada para designar os atos praticados sem amparo no objeto social (*ultra vires the company*), bem como para indicar o ato praticado pelo administrador sem que o mesmo se inclua nos poderes conferidos pela companhia no estatuto social ou por mandato¹¹⁸ (*ultra vires the directors*).

A questão evoca a análise das categorias de desvio de poder e excesso de poder. Para tanto, nos valem da lição trazida por Fernando Augusto Cunha de SÁ, que, analisando o conceito de abuso de direito, estabelece uma útil classificação, com fulcro no comportamento do titular de um determinado direito subjetivo¹¹⁹, para a interpretação da legislação pátria no tocante aos poderes da administração das companhias.

Assim, afirma o autor que o comportamento de tal sujeito pode *i)* conformar-se tanto com a estrutura de direito subjetivo exercido, quanto com seu valor normativo; *ii)* ser contrário à estrutura jurídico formal do direito subjetivo; *iii)* conformar-se com a materialidade do direito subjetivo que se quer exercer, mas não se conforma com o valor que lhe serve de fundamento jurídico.

Diz-nos Cunha de SÁ que apenas no primeiro caso será possível afirmar o exercício de um direito, porque tanto o enquadramento formal quanto o material estão preenchidos. No segundo caso, tem-se o abuso (no sentido lato) de direito, já que o comportamento extrapola os limites formais do direito: o ato não é entendido logicamente como permitido. Na última hipótese, o comportamento até preenche os requisitos formais do direito subjetivo, mas, materialmente, não é compatível com o valor normativo que fundamenta tal direito, ou nas precisas palavras do autor: “(...) *a aparência estrutural do*

¹¹⁷ In ob. cit., p. 186.

¹¹⁸ BULGARELLI, Waldírio, in ob. cit., p.111.

¹¹⁹ In *Abuso de direito* (2ª reimpressão da edição de 1973). Coimbra: Almedina, 2005. pp. 465 e ss..

*direito não é integrada pela sua intenção normativa; a forma está presente, mas o seu preciso valor está ausente, a realidade finge o direito*¹²⁰.

Dessa maneira, teríamos um exercício abusivo do direito, só que, no segundo caso, haveria afronta aos princípios formais do direito; no terceiro, haveria vulneração da estrutura axiológica, material, do direito. Assim, quando da ofensa formal, fala-se em ilegalidade; quando da ofensa material, fala-se em abuso de direito.

CUNHA de SÁ defende, com esteio nessa especificidade conceitual, que a sanção ao abuso do direito seja diversa da do ato ilícito, para que não se perca a sua singularidade “perversa” de ter aparência de verdadeiro direito subjetivo, quando, em verdade, não o é.

Com efeito, a tutela dos atos abusivos¹²¹ praticados tanto por controlador, quanto por administrador, ressaltam a idéia a que fizemos referência acima do desenvolvimento da disciplina do objeto social segundo a perspectiva da teoria dos atos *ultra vires*.

O desenvolvimento da teoria do abuso de poder alcançou o abrandamento do formalismo, influenciando a própria legislação, e justifica-se na busca de solução para a resolução dos conflitos de interesses, inclusive no seio societário.

Nesse sentido, com a entrada em vigor do novo Código Civil, em especial seu art. 187, encerrou-se discussão bem antiga. O legislador, no que se refere ao abuso de direito, pontificou: “*Também comete ato ilícito o titular de um direito que, ao exercê-lo, excede manifestamente os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pela boa-fé e pelos bons-costumes*”.

Assim, foi positivado o que antes era inferido a contrário senso do texto do antigo art.160 (atual inciso I do art. 188) que determinava não constituir ato ilícito aquele praticado em legítima defesa ou no exercício regular de um direito reconhecido.

¹²⁰ In ob. cit., p. 467.

¹²¹ JOSSERAND, Louis. *De l'esprit des droits et de leur relativité. Théorie dite de l'Abus des Droits*. Paris: Dalloz, 1927; ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Do abuso de direito. Ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*. Coimbra: Almedina, 2006; SÁ, Fernando Augusto Cunha de. ob.cit.

Dessa forma, está reconhecida em nossa legislação a aplicação da teoria do abuso de direito, sendo reconhecidos quatro princípios que norteiam o sistema: o abuso de direito, o fim econômico ou social, a boa-fé e os bons costumes. Trata-se do exercício de um direito que extrapola os limites estabelecidos pelas regras estatutárias e legais, ainda que inicialmente tutelado. A sua delimitação dependerá do caso concreto.

O avanço que em 1976 a lei societária imprimiu ao tratar da responsabilidade dos administradores, portanto, está consagrado no novo Código Civil ao acrescentar-se à definição do ato ilícito no art. 186¹²², nos moldes do anterior art. 159, a definição do art. 187, alargando sua abrangência. Na hipótese, o ato pode, inclusive, não causar dano e ainda assim ser abusivo, não se tratando, portanto, de dolo, culpa, ou consciência do sujeito do transbordo dos limites legais para o exercício do seu direito.

Os diretores da companhia podem praticar qualquer ato regular de gestão, o que o art.144 da LSA denomina de “atos necessários ao seu funcionamento regular” e não são pessoalmente responsáveis pelas obrigações em virtude de ato regular de gestão que contraírem em nome da sociedade (art.158).

Entretanto, mesmo dentro de suas atribuições, o administrador, caso tenha agido com culpa ou dolo, responderá civilmente pelos prejuízos que causar. Também responderá caso aja com violação da lei ou do estatuto, nos termos dos incisos I e II do art. 158 da LSA.

Marcelo Vieira Von ADAMEK¹²³ tece considerações a propósito da divisão empreendida pelo art.158 e conclui que o legislador objetivou distinguir em que situações o ato praticado pelo administrador vincula a companhia. Dessa maneira, os atos praticados pelo administrador nos limites de seus poderes vinculam a companhia. Já o ato praticado pelo administrador além de suas atribuições apenas vincula a companhia nas hipóteses de ratificação posterior, de beneficiar a companhia ou de prejudicar terceiro de boa-fé.

Em verdade, o inciso I do art. 158 traz a hipótese de ato praticado em desvio de poder. Já os atos praticados pelo administrador fora de suas atribuições, com violação

¹²² “Art. 186. Aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, violar direito e causar dano a outrem, ainda que exclusivamente moral, comete ato ilícito.”

¹²³ In *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009, p.221.

da lei ou do estatuto (inciso II), consagra a modalidade de excesso de poder. Vale dizer, o legislador adotou a divisão dos atos abusivos em duas categorias: atos praticados em desvio de poder quando contrários à finalidade e aos interesses que dão suporte ao comando normativo, ainda que a atuação do administrador se dê dentro dos limites legais e estatutários; e, em excesso de poder, quando a atuação do administrador for contrária ao próprio comando normativo, seja legal, seja estatutário.

Quando do julgamento na CVM do Processo RJ2008/1815¹²⁴, pontuou-se, com relação ao acionista controlador, que o poder de controle, segundo autorizada doutrina¹²⁵ é uma espécie de poder-dever, de direito-função, e pressupõe o exercício das prerrogativas de controlador, segundo a obrigação da consecução de algumas finalidades.

A principal obrigação atinente ao exercício do poder de controle está lastreada na redação do parágrafo único do art. 116, que estabelece como parâmetro de atuação a busca da realização do objeto social da companhia e a atenção a sua função social, senão vejamos:

“Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, *cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender*” (grifo nosso)

Redação esta que reproduz de maneira fiel aquilo que consta da Exposição de Motivos ao projeto de lei:

“O princípio básico adotado pelo Projeto, e que constitui o padrão para apreciar o comportamento do acionista controlador, é o de que o exercício do poder de controle só é legítimo para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, *e enquanto respeita e atende lealmente aos direitos e interesses de todos aqueles vinculados à empresa* - o que nela

¹²⁴ Julgado em 28/04/09.

¹²⁵ COMPARATO, Fábio Konder e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 363.

trabalham, os acionistas minoritários, os investidores do mercado e os membros da comunidade em que atua.” (grifo nosso)

Dessa maneira, fica estabelecido um compromisso entre o acionista controlador e os acionistas, trabalhadores e a sociedade, não podendo aquele exercer o poder de controle em seu exclusivo benefício. É do acionista controlador a atribuição de fazer a companhia perseguir seu objeto, cumprindo a sua função social, devendo se furtar a tomar medidas egoísticas que favoreçam seus próprios interesses.

Em reforço, a LSA prevê a responsabilização do acionista controlador pelo exercício abusivo de seu poder (art.117) e, dentre as modalidades de exercício abusivo de poder, rol sabidamente exemplificativo, destaque-se as alíneas “a” que trata da orientação da companhia para fim estranho ao objeto social e “h” (incluída pela Lei 9457/97) que nomina a subscrição de ações com a realização em bens estranhos ao objeto social da companhia.

A CVM, pela Instrução 323/00, define hipóteses de exercício abusivo do poder de controle, sem prejuízo de outras previsões legais ou regulamentares, ou de outras condutas assim entendidas pela CVM, dentre as quais podem ser destacadas as operações no interesse preponderante do acionista controlador como a constituição de ônus reais, a prestação de garantias, a utilização gratuita ou em condições privilegiadas de quaisquer recursos, serviços ou bens de propriedade da companhia ou de sociedades por ela controladas, direta ou indiretamente, ou de sociedades controladas ou coligadas ao acionista controlador como intermediárias na compra e venda de produtos ou serviços prestados junto aos fornecedores e clientes da companhia, em condições desvantajosas ou incompatíveis às de mercado.

Quando a companhia tiver que responder por atos praticados por administrador com excesso de poderes ou estranhos ao objeto social, poderá, após aprovação pela assembleia geral, acioná-lo em razão dos prejuízos sofridos. Nessa mesma assembleia o administrador deverá ser substituído. Ao fim do prazo de 3 meses contados da deliberação assemblear, caso a ação não seja proposta, qualquer acionista poderá promover a ação. A lei prevê, ainda, no caso da assembleia deliberar não promover a ação,

que a mesma poderá ser proposta por acionistas que representem no mínimo 5% do capital social.

Consoante o art. 287 da LSA, a ação contra os administradores prescreve em 3 anos contados da data da publicação da ata que aprovar as demonstrações financeiras referentes ao exercício social em que a violação tenha ocorrido.

Nesses termos, a LSA, em seu art. 154, orienta a administração a agir conforme o interesse social. E já em 1976 os autores do anteprojeto anteviram as hoje propaladas sustentabilidade e responsabilidade social ao acrescentarem a satisfação das exigências do bem público e da função social da empresa¹²⁶. Sabendo-se que a sustentabilidade está relacionada ao uso dos recursos naturais sem agressão ao meio ambiente enquanto a função social está consagrada em nossa Constituição Federal de 1988 em seus arts. 5º, inciso XXIII, e 170, inciso III. Assim, a propriedade atenderá a sua função social e à ordem econômica e, além de fundada na valorização do trabalho humano e na livre iniciativa, deverá observar, dentre outros, o princípio da função social da propriedade, a propriedade privada, a livre concorrência e a defesa do consumidor.

O atual Código Civil, por seu turno, também consagra a função social da propriedade, conforme as disposições de seus arts. 421 e 1228, § 1º, ao tratar da função social do contrato e ao afirmar que o direito de propriedade deve ser exercido em consonância com as suas finalidades econômicas e sociais.

Entretanto, ao administrador é vedado praticar ato de liberalidade à custa da companhia (art. 154, § 2º, “a” da LSA), podendo “ocorrer por ação ou omissão do administrador, de forma direta ou indireta”¹²⁷, sendo anuláveis.

Já o § 4º do mesmo artigo permite que o conselho de administração ou a diretoria autorizem a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

¹²⁶ Fran Martins in ob. cit., p. 370, anota: “Com isso mostra a lei que uma empresa que reveste a forma de sociedade anônima não é mais uma simples união de pessoas que se congregam para satisfazer a interesses privados mas uma instituição que fica sujeita às exigências do bem público, desempenhando, desse modo, uma função social. Atua, assim, a empresa no seio da coletividade devendo levar em consideração os interesses gerais, não simplesmente dos que participam diretamente do empreendimento, como acionistas.”

¹²⁷ CARVALHOSA in ob. cit., vol. 3, p.339.

Deste modo, um administrador da companhia, salvo expressa previsão estatutária, somente pode praticar atos gratuitos em nome da companhia quando autorizado pelo conselho de administração ou pela diretoria e, ainda assim, de forma razoável e moderada, sempre tendo por norte a função social da companhia.

VALVERDE¹²⁸ define atos de liberalidade como aqueles que “diminuem, de qualquer sorte, o patrimônio social sem que tragam para a sociedade nenhum benefício ou vantagem de ordem econômica.”. Na mesma linha, para EIZIRIK¹²⁹ são atos de liberalidade aqueles que diminuem o patrimônio da companhia sem trazer qualquer benefício ou vantagem econômica, entendendo, entretanto, que a vedação não é absoluta. Lembra o autor a possibilidade do conselho de administração ou a diretoria autorizarem “atos gratuitos razoáveis”, observando que tais atos não são necessariamente de pequeno valor e dá como exemplo a assistência alimentar, educacional ou recreativa aos empregados, bem como o auxílio a empreendimentos artísticos e culturais.

Luiz Antonio de Sampaio CAMPOS¹³⁰ comentando a definição de Valverde entende que “tanto a perspectiva de retorno direto quanto a de indireto autorizam a prática do ato” e que por força da definição não deve ser impedida a prática de “atos que, embora eventualmente tragam diminuição do patrimônio social, tenham a perspectiva de obter algum retorno para a companhia, ainda que indireto.”.

Outra hipótese de ato de liberalidade consagrada na doutrina é o empréstimo gratuito a terceiros bem como a concessão, sem justificativa, de aval ou fiança que, mesmo sem representar um descaixe imediato, trazem a possibilidade de a companhia arcar com dispêndios no futuro.

Cabe lembrar que a legislação revogada trazia a proibição aos diretores de “hipotecar, empenhar ou alienar bens sociais, sem expressa autorização dos estatutos ou da assembléia geral, salvo se esses atos ou operações constituírem objeto da sociedade.” (art. 119).

¹²⁸ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações (comentários ao decreto-lei nº 2627, de 26 de Setembro de 1940)*. vol. II. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959, p.322.

¹²⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*. vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p.154.

¹³⁰ In LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.) *Direito das Companhias*. vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp.1122-1124.

Note-se que no julgamento do Processo Administrativo Sancionador 27/99¹³¹, em 12/08/04, membros do Conselho de Administração de uma companhia aberta foram inabilitados pela CVM pelo prazo de três anos pela prestação de avais e fianças irregulares e o favorecimento de outra sociedade, em infração ao art. 154, § 2º, “a”, da LSA.

Recorde-se ser competência do conselho de administração autorizar a alienação de bens do ativo não circulante, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiro, exceto se o estatuto dispuser em contrário (art.142, VIII).

Na análise de casos envolvendo companhias abertas na esfera bancária, a CVM¹³² tem entendido que a aprovação de operações sem a constituição de garantias suficientes ou a clientes com restrições ao crédito, realizadas com insuficiente exame ou mesmo sem justificativa, com a superficial análise de crédito, não caracterizam “ato de liberalidade”, mas antes uma possível infração ao dever de diligência. CAMPOS também entende não constituir ato de liberalidade, em princípio, a renúncia a determinados direitos da companhia em uma transação para extinguir ou prevenir litígio, bem como o eventual desconto de juros ou principal ou o alongamento do prazo de um empréstimo, cabendo demonstrar-se o abuso para a caracterização de “ato de liberalidade”. Na mesma linha CARVALHOSA¹³³ entende que “a transação, a novação, a dação, a transigência ou moratória” não constituem ato de liberalidade, desde que tais atos sejam da conveniência da companhia.

Nesse sentido, tem-se o julgamento do PAS CVM 10/2006, em 16/08/11¹³⁴, que visou apurar eventuais irregularidades relativas a acordos firmados entre os grupos Telecom Itália, Opportunity e Brasil Telecom para a solução de litígios envolvendo empresas dos citados grupos sendo acusados seus dirigentes. Os acusados foram absolvidos na esfera administrativa por entender-se que a “Acordo de Exoneração Mútua”, assinado em 18/07/07, encerrou todo e qualquer tipo de demanda judicial e extrajudicial

¹³¹ Diretor relator Luiz Antonio de Sampaio Campos.

¹³² Ver PAS CVM 11/1996, julgado em 29/06/05 e PAS CVM 09/1997, julgado em 13/12/06.

¹³³ Op. cit., vol. 3, p. 341.

¹³⁴ Diretor relator Alessandro Broedel Lopes.

que ainda subsistia, bem como o problema da sobreposição de outorgas frente à ANATEL, não se caracterizando eventual prejuízo decorrente das desistências das ações judiciais.

A LSA também proíbe ao administrador tomar por empréstimo recursos ou bens da companhia, bem como usar, em proveito próprio, de sociedade em que tenha interesse, ou de terceiros, os seus bens, serviços ou crédito, salvo prévia autorização da assembleia geral ou do conselho de administração. Cabe ao estatuto social definir as atribuições dos dois órgãos e, caso seja silente, a competência será concorrente, segundo CAMPOS¹³⁵, ou, consoante EIZIRIK¹³⁶, CARVALHOSA¹³⁷, BATALHA¹³⁸ e SAMPAIO LACERDA¹³⁹ tal atribuição seria competência exclusiva da assembleia por não estar contida no art. 142.

Ressalte-se que, na hipótese da maioria dos membros do conselho de administração ter interesse na matéria, a deliberação deverá se dar em assembleia geral.

A LSA veda ao administrador, ainda, receber de terceiros, sem autorização estatutária ou da assembleia geral, qualquer modalidade de vantagem pessoal, direta ou indireta, em razão do exercício de seu cargo. Conforme Fran MARTINS¹⁴⁰, tal ato seria um desvirtuamento de funções e a vantagem configuraria uma contraprestação por favores prestados a terceiros, supostamente com prejuízos para os interesses da companhia.

Tais vantagens irregulares deverão retornar à companhia (art.142, § 3º) cabendo apurarem-se os prejuízos causados quando a vantagem não for pecuniária, exceto quando houver autorização estatutária ou da assembleia geral. Neste caso, a lei não permite ao conselho de administração autorizar tais atos.

Dessa forma, a LSA caracteriza como desvio de poder os atos praticados pelos administradores que não visem os fins e o interesse da companhia, ainda que observados os formalismos legais.

¹³⁵ Ob. cit., p. 1126.

¹³⁶ Ob. cit., p. 154.

¹³⁷ Ob. cit., vol. 3, p. 342.

¹³⁸ BATALHA, Wilson de Sousa Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Rio de Janeiro: Forense, 1977, v. II, p. 700.

¹³⁹ Ob. cit. v.3, p.194.

¹⁴⁰ Ob. cit. v.II, tomo I, p.375.

V.5 A responsabilidade da administração

Quando a LSA trata da figura do acionista controlador, aquele que detém, de modo permanente, a maioria das ações com direito a voto e usa seu poder para dirigir a companhia e orientar o funcionamento de seus órgãos, em uma simbiose das visões contratualista e institucionalista da empresa, obriga este acionista controlador a usar o seu poder para “fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social”, nos termos do disposto no art. 116, parágrafo único.

Seguindo nesse diapasão, combina-se com o dispositivo acima citado o art. 117, § 1º, que trata de modalidades de exercício abusivo de poder. Pela sua importância, conforme já mencionado, note-se que já na primeira alínea encontra-se a seguinte hipótese:

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

Ainda que as hipóteses não sejam *numerus clausus*, note-se que em 1997 o legislador introduziu mais uma modalidade, talvez para destacá-la:

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

A figura do acionista controlador, então, está ligada à condução da vida societária. Trata-se do reconhecimento da estrutura acionária brasileira, muito concentrada, pelo que, pertinente a adoção da mesma técnica de imputação de responsabilidade dos administradores ao acionista controlador.

Com efeito, desde a sociedade em nome coletivo, de responsabilidade solidária e ilimitada dos sócios pelas obrigações assumidas da sociedade, a tendência histórica foi restringir cada vez mais a responsabilidade dos sócios-gerentes¹⁴¹.

¹⁴¹ Cf. REQUIÃO, *Curso de direito comercial*, 2º vol. São Paulo: Saraiva, 1982, pp. 182-183.

Em tese, os dirigentes das sociedades anônimas e das limitadas, como funcionam como órgãos de tais sociedades, não se vinculam solidariamente pelos atos de gestão que praticam, exceto quando praticam atos ilícitos, ou violadores dos estatutos, inclusive aqueles que são desviantes do objeto social¹⁴².

Para que ocorra a responsabilidade civil do administrador é certo que deverá ser evidenciado o prejuízo uma vez que se não houver dano não há o que deva ser reparado. Entretanto, a responsabilidade civil não será a única decorrência do ato praticado com abuso de direito, podendo ser declarada sua nulidade ou imposta ao agente sanção pelo exercício abusivo.

A Lei 6404/76, arts. 154 a 161, regula a bases dos deveres dos administradores das companhias anônimas e a preocupação do legislador de 1976 com a prática de abusos no ambiente econômico, com a arbitrariedade e até mesmo o desrespeito em relação aos acionistas minoritários e a terceiros, levou por cristalizar, sob a égide legislativa, os deveres de uma administração transparente e responsável.

O administrador, ao assumir o cargo, se compromete com o fiel cumprimento do que for determinado pela lei e pelo estatuto da companhia para a qual prestará os seus serviços.

Assumindo os riscos da atividade de gestão da companhia, o administrador deverá ser responsabilizado por ações e omissões que passem ao largo dos atos regulares de gestão e a infração a uma norma de caráter civil pode implicar, concomitantemente, em uma infração administrativa e até penal de índole sancionadora apta a gerar uma sanção repressiva. O que não for compatível com a lei e com as regras estatuídas pela companhia não pode ser entendido como ato regular de gestão.

A responsabilidade dos administradores das companhias é regulada por legislação especial. A lei societária distingue as condutas de tal modo que a responsabilidade pessoal do administrador é excluída dos efeitos dos atos regulares e quem responde pelos efeitos desses atos é a companhia (art.158, *caput*). Por outro lado, o administrador responde pessoalmente pelos prejuízos que causar ao proceder, mesmo

¹⁴² No caso desses atos contrários à lei ou ao estatuto, a responsabilidade poderá ter caráter civil, administrativo e mesmo penal, pelo que a responsabilidade será individualmente apurada.

dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo, bem como quando age em violação à lei ou ao estatuto (art.158, *caput*, final, I e II).

Dessa forma, o ato que o administrador pratica em sua gestão regular é da pessoa jurídica e é o patrimônio da companhia que vai responder pela reparação dos danos que causar a terceiros. Assim, deve ser comprovado que o administrador agiu com negligência, imprudência ou imperícia ou que teve a intenção de obter o resultado danoso para que o mesmo seja responsabilizado.

Caso o ato do administrador, que, lembre-se, é um profissional especializado, viole o estatuto social ou a lei, deverá o mesmo comprovar que não o fez, hipótese de culpa presumida, uma vez que o estatuto e a lei são essenciais para a proteção dos acionistas, dos credores e dos demais interessados.

Vale ressaltar que, segundo CARVALHOSA¹⁴³, para efeitos de responsabilização dos administradores, os atos por eles praticados devem ser segregados em duas categorias, ordinários e extraordinários. Os atos ordinários podem ser praticados sem necessidade da oitiva de outro órgão, enquanto que para a prática de atos extraordinários, conforme descrição legal ou estatutária haverá necessidade de autorização por outro órgão. Dessa forma, alguns atos praticados pela diretoria dependem, por expressa menção legal ou estatutária, da autorização do conselho de administração ou mesmo da assembleia geral. Assim, também, para determinados atos praticados pelo conselho de administração. Nos atos extraordinários, haverá responsabilização não só do órgão da administração que o praticou, mas, também, do órgão que autorizou.

Note-se que as companhias abertas, por captarem recursos junto ao público, acessam a poupança popular e, por essa razão, exigem a regulação estatal. A responsabilidade do administrador decorre de ato ilícito ou descumprimento de obrigações pré-existentes, e não decorre de infração contratual, Cabe a ele comprovar que não teve interferência no ato danoso e que agiu de acordo com o padrão de conduta admitido a um administrador de companhia.

¹⁴³ Op. cit., vol. 3, p. 433.

Tal padrão de conduta é tratado na lei societária em seus artigos 153 e 152. No art. 153 a lei utiliza a vetusta expressão “homem ativo e probo” remetendo ao *bonus pater familiae* do direito romano. Ora, no art. 152, ao tratar da remuneração desse administrador, a lei traz a expressão “tendo em conta suas responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado”, o que denota o grau de profissionalismo de sua atuação, elevando o grau de exigência em relação a seu atuar.

Com relação aos atos dos administradores, a doutrina e a jurisprudência estadunidense adotam o *Business Judgment Rule* para verificar os procedimentos adotados pelo administrador em para alcançar uma decisão informada e independente, independentemente do resultado, distinguindo-se o administrador diretamente envolvido com a decisão e os demais administradores, inclusive aqueles não vinculados à gestão como os membros do conselho de administração. Deve ser verificada, também, a capacidade do administrador supervisionar e acompanhar seus subordinados.

Nesse sentido, a CVM editou em 01/09/08¹⁴⁴, o Parecer de Orientação 35/08, tratando dos deveres legais dos administradores nas incorporações de controladas,

¹⁴⁴ Na reunião do Colegiado de 26/08/08 que aprovou o PO apresentei a seguinte manifestação: “Preliminarmente, louvo a iniciativa de elaborar-se um Parecer de Orientação contendo diretrizes para a atuação dos membros de Conselho de Administração de companhias abertas, em especial nos casos de fusão, incorporação e incorporação de ações envolvendo sociedade controladora e suas controladas ou sociedades sob controle comum, pois, como dito, é grande a possibilidade de fixação de uma relação de troca de ações injusta para os acionistas minoritários pela inexistência da atuação de duas vontades distintas.

Tal ponto emana com força a vista dos últimos julgamentos de processos administrativos sancionadores nesta CVM envolvendo a matéria e assuntos correlatos.

Também concordo, e não poderia ser de outra forma, que os deveres atribuídos aos administradores pela lei societária são padrões genéricos de conduta, que precisam ser concretizados conforme as circunstâncias em que são aplicados, lembrando que a Exposição de Motivos da lei societária já apontava que o elenco de deveres dos administradores então propostos eram desdobramentos do padrão de comportamento do administrador como definido pelo Decreto-lei nº 2.627/40, então em vigor, e “*deverão orientar os administradores honestos, sem entorpecê-los na ação, com excessos utópicos*”.

Conforme tive oportunidade de explicitar, com ênfase considerada até excessiva por alguns, em meu voto no julgamento do PAS CVM nº 25/2003, em 25/03/08, alguns aspectos da constituição e funcionamento do conselho de administração poderiam ser destacados.

Ao administrador é imposta uma obrigação de meio e não de fim, de modo que ele não se obriga pelo resultado de sua gestão quando esta for leal, diligente e regularmente exercida e o administrador somente será responsabilizado quando atuar com desvio de conduta ou de forma desleal ou omitir-se no exercício de suas atividades.

Ainda que a lei societária não determine qualquer qualificação técnica específica para o exercício do cargo, o administrador deverá possuir duas qualidades, ao verificar-se o disposto no art. 152, a competência e a reputação profissional. Nesse sentido, as companhias deverão indicar em suas informações anuais o currículo de seus administradores.

recomendando procedimentos a serem observados pelos administradores das companhias controladas nessas operações. Segundo a CVM, tais procedimentos recomendados buscam assegurar uma negociação efetiva e independente entre o controlador e os administradores da companhia controlada, devendo ser assegurada a independência de assessores jurídicos e financeiros.

Foi entendido que, inexistindo duas vontades distintas, existe uma maior possibilidade de que a relação de troca das ações não seja comutativa.

O Diretor Marcos Pinto ao encaminhar a matéria, em maio de 2008, explicitou cinco fatores que tornam as incorporações de companhias controladas bastante problemáticas: (1) as incorporações de controladas podem causar prejuízos significativos para os acionistas minoritários caso haja desequilíbrio na relação de troca das ações; (2) as

Destaque-se, ainda, que o desconhecimento ou a inexperiência não são justificativas válidas para que o administrador negligencie seus deveres e este deve ter conhecimento sobre os deveres assumidos, entendendo-se como inerente à função dos administradores o conhecimento de princípios e técnicas contábeis, tanto para aprovar quanto para elaborar uma demonstração financeira, uma vez que a manifestação acerca do relatório de administração e das contas da diretoria são funções legalmente atribuídas aos membros do conselho de administração.

Naquele julgamento, destaquei, ainda, que o dever de diligência pode ser desmembrado em pelo menos cinco outros deveres relativamente distintos: dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar.

Assim, o administrador está obrigado a examinar se as informações a ele fornecidas são confiáveis, suficientes e corretas, devendo providenciar o saneamento de eventuais irregularidades detectadas. Para tanto, deverá o membro do conselho de administração dispor de tempo suficiente, o que, no caso de operações envolvendo controlada e controladora, não é um problema.

Quando da edição da Instrução CVM nº 358/02, foi dada a opção às companhias abertas, por deliberação do conselho de administração, de aprovação de política de negociação das ações de sua emissão, bem como tornou obrigatória a adoção de uma política de divulgação de ato ou fato relevante, contemplando procedimentos relativos à manutenção de sigilo acerca de informações relevantes não divulgadas.

Tal caminho, no meu entender, poderia render bons frutos e com modelos adequados às diversas estruturas societária encontradas em nosso país e creio muito feliz a iniciativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC ao lançar o quinto caderno da série Cadernos de Governança Corporativa, nomeado “Modelo de Regimento Interno de Conselho de Administração”.

Assim, no âmbito da reformulação da Instrução CVM nº 202/93, julgo conveniente discutir-se a inserção da obrigatoriedade de encaminhamento, dentre as informações anuais, do Regimento Interno de Conselho de Administração, disciplinando o seu funcionamento e a disponibilização de informações aos membros do conselho de administração, tanto em relação ao conteúdo como em relação a prazos.

Ademais, a Superintendência de Relações com Empresas – SEP, em cada caso em que não seja formado o comitê especial, se isso vier a ocorrer, deverá verificar, de maneira imediata e rigorosa, os procedimentos adotados pelos membros do conselho de administração no processo de tomada de decisão. Além, é claro, de avaliar a comutatividade da relação de troca, conforme exige o art. 245 da lei societária.

Mais, a SEP deverá enfatizar em suas rotinas de acompanhamento das demonstrações financeiras das companhias abertas, a verificação da divulgação da remuneração dos administradores, fixa e variável, para fins de confronto com o disposto no art. 152 da lei societária, em especial “*responsabilidades, o tempo dedicado às suas funções, sua competência e reputação profissional e o valor dos seus serviços no mercado*” dos mesmos.”.

incorporações de controladas são coercitivas para os minoritários podendo ser aprovadas pela maioria dos acionistas (art. 137 da LSA), além da possibilidade do acionista controlador votar nessas operações; (3) o direito de recesso não é suficiente para tutelar os interesses dos acionistas minoritários uma vez que não cabe o recesso quando as ações da companhia controlada tiverem liquidez (art. 264, 1º, c/c art. 137, II da LSA), além do reembolso calculado pelo valor patrimonial ou pelo valor do patrimônio a preços de mercado não refletirem o preço justo das ações e, no caso da estimativa ser fundamentada no valor econômico, a estimativa desse valor é feita por avaliadores escolhidos pela própria assembleia geral, na qual o controlador tem maioria (art. 45, § 4º da LSA); (4) a dimensão do ganho a ser obtido compensa o prejuízo reputacional dos acionistas controladores; e, (5) o caráter parcialmente subjetivo das avaliações de empresas torna difícil a avaliação a equitatividade das relações de troca propostas pela CVM e pelo Judiciário.

Certo que o direito de recesso não afasta os deveres fiduciários dos administradores nas operações de incorporação de companhias controladas.

Foram elencados alguns procedimentos, nem exclusivos e nem exaustivos, no sentido de dar concretude aos deveres fiduciários dos administradores de uma companhia aberta.

Dessa forma, em atendimento ao dever de informar, os administradores devem divulgar ao mercado, imediatamente, o início das negociações, como fato relevante, sendo ressalvada a hipótese em que o interesse social exija que a operação seja mantida em sigilo. Ademais, todos os documentos que embasaram a decisão dos administradores devem ser colocados à disposição dos acionistas, na forma do art. 3º da Instrução CVM 319/99.

Considerando que o dever de diligência pode ser desmembrado em pelo menos cinco outros deveres, a saber, dever de se qualificar, dever de bem administrar, dever de se informar, dever de investigar e dever de vigiar, os administradores foram orientados, para bem desempenhar a sua função, a obter todas as informações necessárias, a demandarem tempo suficiente para estudar a adoção de formas alternativas para conclusão da operação, como ofertas de aquisição ou de permuta de ações alternativas,

bem como supervisionarem o trabalho de assessores jurídicos e financeiros independentes, caso considerem necessária a sua contratação.

Com relação ao dever de lealdade, tem-se que os administradores devem negociar a melhor relação de troca e os melhores termos e condições possíveis para os acionistas da companhia, devendo fundamentar e documentar a decisão, bem como rejeitá-la, caso a relação de troca e condições propostas não sejam satisfatórias.

Por fim, o parecer prevê modos alternativos de cumprimento dos deveres legais dos administradores. Além da constituição de um comitê especial independente, o parecer prevê diferentes opções para composição do comitê especial, visando a assegurar sua viabilidade prática, sem perda de independência ou que a operação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não controladores, inclusive os titulares de ações sem direito a voto ou com voto restrito.

São apresentadas as seguintes alternativas na formação do comitê especial independente: (i) comitê composto exclusivamente por administradores da companhia, em sua maioria independentes; (ii) comitê composto por não-administradores da companhia, todos independentes e com notória capacidade técnica, desde que o comitê esteja previsto no estatuto (art. 160 da LSA); ou, (iii) comitê composto por três membros sendo um administrador escolhido pela maioria do conselho de administração, um conselheiro eleito pelos acionistas não-controladores e um terceiro, administrador ou não, escolhido pelos outros dois membros.

Ainda que a independência dos membros do comitê especial não possa ser pré-determinada, a CVM assume a presunção de independência das pessoas que atendam à definição de “conselheiro independente” prevista no Regulamento do Novo Mercado da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros¹⁴⁵.

¹⁴⁵ “Conselheiro Independente caracteriza-se por: (i) não ter qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital; (ii) não ser Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele, ou não ser ou não ter sido, nos últimos 3 (três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição); (iii) não ter sido, nos últimos 3 (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

Tal comitê deverá negociar a operação e submeter suas recomendações ao conselho de administração. As recomendações do comitê não vinculam a administração devendo a sua não adoção ser fundamentada sob o risco de responsabilização dos administradores.

CANTIDIANO¹⁴⁶, por seu turno, critica a edição de pareceres de orientação pela CVM com a pretensão de orientar investidores e administradores de companhias abertas a respeito de procedimentos a serem observados em operações de incorporação de companhia controlada, bem como a atribuição de competência, especialmente ao comitê composto por não administradores, para negociar a operação, entendendo que a impossibilidade de outorga de poderes pelos órgãos de administração, nos termos do art. 139 da LSA.

No meu entender, entretanto, tais críticas não procedem. O Parecer de Orientação 15 desdobra os deveres fiduciários dos administradores previstos em lei além de apenas recomendar, e não determinar, a adoção de determinados procedimentos. Ademais, o comitê formado por não administradores deverá ter previsão estatutária, para os fins do art. 160¹⁴⁷ da Lei 6404/76, caracterizando-se como órgão destinado a aconselhar os administradores sem usurpar suas funções, aplicando-se as normas que tratam dos deveres e responsabilidades dos administradores a seus membros.

Certo que a aprovação é de competência assemblear quando, nos termos do disposto no art. 225 da LSA, deverão ser apresentados a motivação da operação, o interesse da companhia na sua realização, as ações que os acionistas preferenciais receberão e as razões para a modificação dos seus direitos, se prevista, a composição do capital após a operação, por espécie e classe das ações do capital das companhias envolvidas e o valor de reembolso das ações a que terão direito os acionistas dissidentes.

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)". Regulamento em vigor a partir de 10/05/11.

¹⁴⁶ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Incorporação de sociedades e incorporação de ações in CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 135-156.

¹⁴⁷ "Art. 160. As normas desta Seção aplicam-se aos membros de quaisquer órgãos, criados pelo estatuto, com funções técnicas ou **destinados a aconselhar os administradores.**" (grifo nosso).

Afora tais informações, na incorporação pela controladora de companhia controlada, consoante art.264¹⁴⁸ da LSA, deverá ser apresentada à assembleia a relação de troca com base no patrimônio líquido da controladora e da controlada, ambos avaliados a preços de mercado ou, no caso das companhias abertas, com base em outro critério aceito pela CVM. No ponto de vista do legislador tal relação de troca ficta serviria de norte para que o acionista minoritário possa formar uma opinião quanto à equitatividade da relação de troca, permitindo aferir a possibilidade da ocorrência de abuso do poder de controle.

Resta observar que em 27/05/09, por ocasião da operação da associação entre as companhias Sadia S/A e Perdigão S/A, considerando que a incorporação da Sadia pela Perdigão ocorreria após a incorporação da HFF Participações S/A e que, nos termos de comunicado ao mercado, as companhias informaram que a relação de substituição da incorporação de Sadia por Perdigão “deverá ser confirmada pelos comitês especiais de cada uma das companhias, nos termos do Parecer de Orientação nº 35/08”, a CVM manifestou seu entendimento de que a constituição de comitê especial para mera confirmação de relação de troca previamente estabelecida desvirtua as finalidades de tal órgão. Ainda que não obrigatório, uma vez citado, o Parecer de Orientação 15 deve ter respeitados seus termos quanto à composição e função do comitê, em linha com os deveres de informação e lealdade previstos nos arts. 155 e 157 da lei societária.

Quando a LSA trata dos deveres e responsabilidades dos membros do conselho de administração e da diretoria, em especial da finalidade das atribuições e desvio de poder, explicita que o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem, sabendo-se que o objeto social integra o estatuto, não respondendo pessoalmente pelas obrigações que contrair em nome da sociedade em função da prática de ato regular de gestão.

Todavia, o administrador responde pelos prejuízos que causar, quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo, ou com violação da lei ou do estatuto social.

¹⁴⁸ “Art. 264. a justificação, apresentada à assembléia-geral da controlada, deverá conter, além das informações previstas nos arts. 224 e 225, o cálculo das relações de substituição das ações dos acionistas não controladores da controlada com base no valor do patrimônio líquido das ações da controladora e da controlada, avaliados os dois patrimônios segundo os mesmos critérios e na mesma data, a preços de mercado, ou com base em outro critério aceito pela Comissão de Valores Mobiliários, no caso de companhias abertas.”

Com prévia deliberação da assembleia geral, a companhia poderá ingressar com uma ação de responsabilidade civil contra administradores¹⁴⁹, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, de plano sendo afastados os administradores contra os quais deva ser proposta a ação (ação social *ut universi*).

A LSA avança ao determinar que, caso a companhia se omita não propondo a ação no prazo de três meses da deliberação da assembleia-geral, qualquer acionista, independentemente da espécie ou quantidade de ações possuídas, poderá promovê-la. No entanto, caso a assembleia-geral delibere não promover a ação, a mesma poderá ser proposta por acionistas que representem, ao menos, cinco por cento do capital social, independentemente da espécie (ação social *ut singuli*)¹⁵⁰. Note-se que a ação de responsabilidade do art. 159 não exclui a que couber ao acionista ou terceiro diretamente prejudicado por ato de administrador, conforme explicitado em seu § 7º.

BULGARELLI¹⁵¹ aponta que o sistema da ação social e da ação individual remonta à doutrina clássica francesa, sendo que na ação social a legitimação é da companhia e os resultados advindos da ação a ela são deferidos, enquanto a ação individual é proposta pelo prejudicado por ato do administrador, sendo que o resultado pertence ao proponente e não à companhia.

No âmbito judicial tem-se o rumoroso caso envolvendo a Sadia S/A versus seu ex-diretor financeiro¹⁵², em que a companhia pedia o ressarcimento de prejuízos em operações de derivativos cambiais, no ano de 2008. A Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça, por unanimidade, negou provimento ao recurso especial, considerando que a aprovação sem ressalvas das contas na assembleia geral ordinária realizada em 27/04/09, referente às demonstrações financeiras de 2008, teria exonerado o administrador da ação de responsabilidade aprovada na assembleia geral realizada em 06/04/09.

¹⁴⁹ Ver descrição pormenorizada do assunto in ADAMEK, ob.cit.

¹⁵⁰ Ver forte crítica à prática forense que frustra o equilíbrio entre minoria e maioria previsto na LSA em LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Ação social derivada de responsabilidade civil dos administradores, in Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, Ano XXXVI, nº 112, out.-dez. 1998, pp. 127-135.

¹⁵¹ BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, Ano XXII, nº 50, abr.-jun. 1983, pp. 75-105.

¹⁵² Recurso Especial nº 1.313.725 - SP (2011/0286947-4). Relator: Ministro RICARDO VILLAS BÔAS CUEVA. Julgado em 26/06/12.

Veja-se o teor do § 3º do art. 134 da LSA em questão:

“§ 3º A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286).” (grifo nosso).

Dessa forma, as deliberações assembleares são duas e não se confundem: aprovar as demonstrações financeiras e aprovar as contas.

Consoante voto do relator, ainda que a assembleia geral realizada para a propositura da ação de responsabilidade seja anterior à AGO, a ação somente foi proposta dois meses após a realização da mesma e, dessa forma, “somente após o trânsito em julgado da sentença que acolher a anulatória, pela ocorrência dos citados vícios, é possível ajuizar a ação de responsabilidade”, não bastando a prévia deliberação assemblear aprovando a ação de responsabilidade.

Na decisão da 4ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo (TJSP) foi comentado que instrumentos derivativos são complexos e que a decisão de realizar as operações não poderia ter sido tomada por uma única pessoa, bem como, que o processo administrativo conduzido pela CVM¹⁵³ também acusa todos os membros do conselho de administração.

Com o devido respeito à decisão do egrégio Tribunal, no nosso entendimento, a AGE de 06/04/09, ao autorizar a propositura de ação de responsabilidade civil contra o diretor financeiro, por óbvio, ressaltou suas contas. Assim, as demonstrações financeiras aprovadas pela AGO realizada em 27/04/09 estavam corretas ao divulgarem o prejuízo decorrente das operações com derivativos cambiais. No entanto, a conduta do administrador, ou seja, suas contas, já haviam sido ressaltadas na AGE anterior.

Inclusive, a propositura da ação de responsabilidade civil contra o administrador poderia ter sido tomada em AGE realizada cumulativamente com a AGO,

¹⁵³ PAS 18/08, julgado em 14/12/10, Relator Alessandro Broedel Lopes. Três membros do conselho de administração foram absolvidos, cinco foram condenados a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 200.000,00, quatro que participavam do Comitê Financeiro ou do Comitê de Auditoria da companhia, foram condenados a penalidade de multa pecuniária individual no valor de R\$ 400.000,00 enquanto o ex-diretor-financeiro da Sadia foi condenado a pena de inabilitação temporária por três anos para o exercício de cargo de administrador de companhia aberta.

desde que o assunto constasse da convocação, e instrumentadas em ata única, ao teor do art. 131, parágrafo único, da LSA.

No sistema brasileiro são colocados à disposição dos acionistas, até um mês antes da AGO, consoante art. 133 da LSA, relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo, inclusive as causas de eventuais prejuízos, cópia das demonstrações financeiras, parecer dos auditores independentes, parecer do conselho fiscal e outros documentos relativos a assuntos incluídos na ordem do dia. E, consoante VALVERDE¹⁵⁴, comentando a legislação revogada que apresenta redação similar a ora em vigor, “a assembleia pode aprovar o balanço, porém, não as contas da diretoria”. Segue o autor comentando que “o balanço pode refletir a situação a situação real da sociedade e ter sido apresentado, pela diretoria, com estrita observância das prescrições legais. Mas a gestão dos negócios sociais pode ter sido desastrosa, em consequência de atos ou operações praticados pelos diretores, com manifesta imprudência, imperícia ou negligência.” e mais, “A aprovação do balanço não significa, pois, a exoneração da responsabilidade dos diretores e fiscais”.

A LSA também prevê em seu art. 246 a reparação dos danos que a sociedade controladora causar à companhia por atos praticados em infringência ao disposto nos arts. 116 e 117. E a ação cabe tanto a acionista que represente cinco por cento do capital social, independentemente de espécie, quanto a qualquer acionista que preste caução pelas custas e honorários de advogados devidos no caso da ação não ser julgada procedente. A lei oferece, como incentivo para que o acionista se arrisque em uma ação judicial, um prêmio de cinco por cento sobre o valor da indenização ao autor da ação (art. 246, § 2º).

V.6 O princípio da boa-fé e sua evolução no direito comercial

É certo que existe uma íntima ligação entre a personalidade da companhia e o objeto social. Porquanto, a personalidade conferida à empresa é feita para que esta

¹⁵⁴ Op. cit., vol. II, p.139.

desenvolva uma determinada atividade, isto é, a personalidade adquire o caráter limitado do preenchimento dos fins da empresa.

Daí deriva uma questão relativa à proteção dos terceiros que negociam com a sociedade. Em verdade, a questão coloca-se desde o ponto de vista do conflito existente entre os credores e o que pode ser uma proteção excessiva para os acionistas, quando determinados negócios realizados com terceiros são considerados *ultra vires*.

A solução que a doutrina tem encontrado para estes casos está na proteção dos terceiros de boa-fé, pelo que, acreditamos, deve ser exigida prova de que eles desconheciam, ou de que não teriam condições de saber, que os administradores agiam fora do objeto social.

Já em 1969 o art. 9º, item 1, da Primeira Diretiva 68/151/CEE do Conselho das Comunidades Européias, estipulava o quanto segue:

“Artigo 9º (...) 1. A sociedade vincula-se perante terceiros pelos actos realizados pelos seus órgãos, mesmo se tais actos forem alheios ao seu objecto social, a não ser que esses actos excedam os poderes que a lei atribui ou permite atribuir a esses órgãos .

Todavia, os Estados-membros podem prever que a sociedade não fica vinculada, quando aqueles actos ultrapassem os limites do objecto social, se ela provar que o terceiro sabia, ou não o podia ignorar , tendo em conta as circunstâncias, que o acto ultrapassava esse objecto; a simples publicação dos estatutos não constitui, para este efeito, prova bastante .”

Já se encontrava presente, portanto, a tutela aos terceiros de boa-fé no que respeita ao conteúdo dos estatutos sociais. A aplicação da teoria dos atos *ultra vires* cedia, desde então, à proteção do acordo de vontades realizado segundo os cânones de boa-fé, de sorte que restava à companhia, que pretendesse anular qualquer ato praticado por um representante seu que agisse além dos poderes que lhe tivessem sido conferidos pelo estatuto, a obrigação de provar que o terceiro agia de má-fé.

Essa inscrição foi posteriormente colocada no código civil italiano, no artigo 2384-bis¹⁵⁵. Alguns autores, entre os quais BERTACCHINI afirmaram a existência de uma ambiguidade no seio desta norma, ambiguidade que somente seria corrigida se o intérprete da norma entendesse a boa-fé do terceiro com reflexo da subjetividade deste, na medida em que se este não poderia usar o desconhecimento da inexistência de correlação entre o ato do representante da sociedade e a cláusula do objeto social a seu favor, também não poderia alegar, em sua defesa, a eventual deficiência de redação da cláusula, de modo a torná-la ambígua¹⁵⁶.

Com efeito, na Itália, FERRARO afirma que não serão opostos aos terceiros de boa-fé os atos praticados pelos administradores em contradição ou além do constante na cláusula do objeto social¹⁵⁷.

Nesse íterim, mister se faz a referência aos documentos firmados nas companhias, em que são colocadas várias limitações aos administradores; ou mesmo em que são estipulados poderes outros que não os declarados nos estatutos. Nesse caso, quando o documento não for publicado, não há como exigir dos terceiros que conheçam tais regras¹⁵⁸.

Adquire relevância, aí, a teoria da aparência, que têm costume servir de justificativa para negócios realizados com supostos legítimos representantes das empresas.

Paulatinamente, o direito brasileiro vem incorporando essa tendência à inoponibilidade a terceiros de boa-fé das limitações contratuais aos poderes dos administradores, inclusive no tocante à definição do objeto social¹⁵⁹. Para tanto, foi necessária a superação de vários dispositivos legais, como o entendimento acima referido

¹⁵⁵ “L'estraneità all'oggetto sociale degli atti compiuti dagli amministratori in nome della società non può essere opposta ai terzi in buona fede”.

¹⁵⁶ In ob. cit., pp. 171 e 172.

¹⁵⁷ In ob. cit., p. 43.

¹⁵⁸ Interessante, nesse caso, a referência que faz o autor ao direito estadunidense: “Atualmente, os juristas norte-americanos redigem as disposições dos estatutos e dos *by laws* relativas ao objeto social e aos poderes do Conselho de Administração em termos os mais gerais para evitar que os administradores pratiquem atos *ultra vires*. Por outro lado, como os administradores são pessoalmente responsáveis pelos contratos que ultrapassam seus poderes, eles preferem se limitar à prática estrita daqueles atos a que estão autorizados. Quando têm dúvida sobre a natureza de um determinado ato, solicitam aos acionistas – para quem a *ultra vires* foi concebida – a autorização para realizá-los.” In ob. cit., p. 116.

¹⁵⁹ Cf. LEÃES, in ob. cit., p. 29 e ss.

de que a capacidade da sociedade estaria condicionada ao objeto social, já que sua descrição específica é essencial no contrato, ensejando nulidade caso não presente.

Nesse sentido, existe construção doutrinária no sentido de que a finalidade da fixação precisa e completa do objeto social no contrato serve para circunscrever a área de discricionariedade dos administradores, e não para limitar sua capacidade.

Assim, já no art. 316 do Código Comercial de 1850, que fazia referência às sociedades solidárias, havia a previsão de que a sociedade não se responsabilizava por atos do administrador estranhos ao objeto, procedendo à responsabilidade pessoal do administrador, tanto para com o terceiro como para com a sociedade, por representar violação dos limites estabelecidos.

Contudo, conforme afirmamos quando tratamos da interpretação da cláusula do objeto social, é difícil estabelecer faticamente quais são os negócios desenvolvidos por uma determinada empresa, já que diversos são os atos não propriamente constituídos no objeto social, mas que com eles guardam relação de conexão ou instrumentalidade.

Assim, foi consagrado entendimento de que, pela impossibilidade do terceiro formular juízo *a priori* sobre a pertinência do ato realizado com o objeto especificado, a tutela deve visar à proteção daqueles que estão de boa-fé e que, no limite, não podem fiscalizar ou intervir na sociedade, ao contrário dos sócios, que sofrerão pela negligência ou imprudência na escolha do administrador¹⁶⁰.

Também quanto às sociedades anônimas o entendimento prossegue. Em 1891, o objeto essencial da sociedade era inalterável. A sociedade tinha de ser dissolvida e constituída nova sociedade, com consentimento unânime dos sócios, para qualquer alteração.

Com a edição do Decreto-lei 2627/40, sua mudança passou a ser admitida por deliberação assemblear, ensejando o respectivo direito de retirada do acionista

¹⁶⁰ Ver, nesse íterim, o que afirma LEÃES acerca do posicionamento de Carvalho de Mendonça, Bento de Faria, por Waldemar Ferreira in ob. cit., pp 30 e ss. Explica o mesmo autor que o Decreto 3708/19 procurou estender o mesmo regime às sociedades limitadas.

dissidente, assim possibilitando a ratificação de atos praticados pelos administradores fora do objeto social.

A Lei 6404/76 também segue o entendimento, exigindo tanto a definição precisa e completa do objeto social no estatuto, para limitar a discricionariedade da diretoria e evitar abuso de poder. Estabelecendo um conjunto de deveres para os administradores, já referidos acima, em especial o de lealdade e o de evitar o conflito de interesses.

Entretanto, precisamente pela presunção de boa-fé das partes, deve-se ressaltar que essa responsabilização do administrador não desonera a responsabilidade autônoma da sociedade pelos atos, tanto estranhos ao objeto estatutário quanto em relação à violação das restrições convencionais, pois, apesar de praticados por representantes, são atos da sociedade, em atenção à teoria organicista.

Paulo Salvador FRONTINI, afirma que de acordo com a representação orgânica é a sociedade quem está agindo, não um mero mandante seu, e que, pela celeridade da vida negocial, a boa-fé deve ser presumida, sendo a aparência fator que convalida situações originalmente irregulares, se constituída nos moldes daquele princípio. Dessa forma, conclui que as restrições convencionais aos poderes da diretoria são inoponíveis a terceiros de boa-fé também no direito nacional, seguido por acórdãos no texto para explicitar tal fato¹⁶¹.

O grande problema que daí deriva está na definição da atuação pautada pela boa-fé, isto é, na investigação, que exige o caso concreto, a fim de que se descubra se o terceiro age, ou não, com boa-fé.

No âmbito das relações negociais, importa, com objetivo da tutela da ordem, que as trocas se deem com observância de certo padrão de segurança. Essa segurança é necessária para a realização das finalidades de interesse geral, bem como para produção e distribuição de bens e serviços e o bom funcionamento da economia. Por isso se privilegia a tutela da proteção das justas expectativas das partes negociantes.

¹⁶¹ In Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro. São Paulo: Malheiros, v.26, pp. 35-49, 1977.

A relação daí pressuposta é uma relação de confiança, por isso a proteção legal dos interesses contratados. Porém, não podem as partes prever, nem a lei regulamentar, tudo aquilo que sucederá no decorrer do contrato. A lei se o fizesse estaria destruindo o princípio da autonomia privada. Desse modo, resta em cada negócio jurídico um intervalo muito grande em que a atuação das partes é livre e só depende da confiança que uma deposita na outra. Assim, a dinâmica empresarial necessita da boa-fé dos negociantes.

A conduta de que se infere a boa-fé pressupõe um conjunto de qualidades das quais extremam a fidelidade, a confiança, a honestidade, a sinceridade, opondo-se de plano à má-fé, ou seja, ao plexo de situações que indicam malícia, dolo, engano.

Divide-se o conceito em boa-fé objetiva e boa-fé subjetiva, conforme se mencione perquirir pelas qualidades referidas nas condutas, respectivamente, de um modo interno ao agente, investigando a sua intenção, ou de modo objetivo, através de padrões comportamentais pré-estabelecidos.

O que se entende, pois, por boa-fé subjetiva é o estado psicológico do agente que acredita estar em situação regular, quando em verdade não está, porém desconhece, ignora o próprio erro. Em melhores termos expressou-se COSTA¹⁶²:

“(...) a boa-fé subjetiva denota, portanto, primariamente, a idéia de ignorância, de crença errônea, ainda que escusável, acerca da existência de uma situação regular, crença (e ignorância escusáveis) que repousam seja no próprio estado (subjetivo) da ignorância (as hipóteses do casamento putativo, da aquisição da propriedade alheia mediante a usucapião), seja numa errônea aparência de certo ato (mandato aparente, herdeiro aparente, etc.)”.

Assim entende que a boa fé subjetiva nada mais significa do que um reforço ao princípio da obrigatoriedade do que foi pactuado pelas partes.

¹⁶² COSTA, Judith Martins. *A boa fé no direito privado – sistema e tópica no processo obrigacional*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999, pp. 411-412.

Entretanto, ocorre que, no conjunto das relações jurídicas negociais, principalmente nas contratuais, a prova de que uma das partes tencionava prejudicar a outra é muito difícil. Até porque a realidade comercial, como as atividades envolvem uma álea própria normal, o que se tem é a tentativa das partes de tirarem os melhores proveitos possíveis da situação, ganhando quem está mais bem preparado (aqui considerados agentes em mesmo grau de estrutura e desenvolvimento interno).

Daí que a perquirição pela verdade da conduta de um agente demandaria a análise do processo mental de formação da sua vontade, o que nem sempre transparece nas situações concretas. Por isso, o direito, em sua modernidade, procura rechaçar a inquirição da causa motora dos atos humanos. Daí a necessidade de se observar objetivamente as relações negociais, estabelecendo-se freios à liberalidade da autonomia da vontade, para que sejam evitadas situações de desequilíbrio. Para tanto, pensa-se no instituto da boa-fé objetiva.

O dever de agir segundo a boa-fé objetiva importaria em atuar de maneira correta, sem frustrar as justas expectativas da outra parte. A boa-fé objetiva é um “*standard*”, um parâmetro objetivo e genérico de atuação, é o agir refletido e pautado no respeito aos interesses não apenas egoísticos, mas também aos direitos alheios, o que importa em uma atuação sem que se abuse de uma eventual posição contratual preponderante, ou sem criar falsas expectativas na outra parte, cooperando assim para o cumprimento do objetivo negocial e a realização do interesse de ambas as partes.

Desse modo, a boa-fé é considerada cláusula geral de todos os contratos. Não obstante, há diversos comandos legislativos estabelecendo a obrigação de que os comportamentos sejam pautados pela boa-fé. O próprio Código Comercial estabelecia-o em seu art. 131, no que tangia à correta interpretação das regras mercantis. E o Código Civil deixa expressa sua lição em seu art. 422: os contratantes devem respeitar o princípio de boa-fé tanto na conclusão quanto na execução do contrato.

E como há a exigência de que se comportem as partes reta e honestamente, são criados verdadeiros deveres conexos, implícitos ao âmbito contratual. São deveres de proteção, de esclarecimentos, de lealdade e que se perfazem em todas as etapas da contratação (formação, celebração e cumprimento), existindo ainda mesmo após a extinção

do contrato¹⁶³. O Código de Defesa do consumidor elenca alguns desses deveres ao longo de seu texto. Prevê a boa-fé objetiva como regra de interpretação (art. 4º, III) e como cláusula geral (art. 51, IV) e coloca-se contra as cláusulas abusivas e as prestações excessivamente onerosas a umas das partes.

Mais comumente fala-se nos deveres de informar, de confidencialidade ou sigilo, de cooperação e de prudência e diligência. Por dever de informar entende-se a reciprocidade no fornecimento de informações pelos contratantes, naquilo que for pertinente ao objeto do contrato, no intuito de auxiliar uma eventual tomada de decisão. O dever de confidencialidade, por seu turno, consiste na manutenção do sigilo das informações privilegiadas, obtidas em confiança em qualquer fase da negociação, as quais só podem ser reveladas se for dada autorização pela outra parte. Pelo dever de cooperação, as partes devem colaborar durante a execução do negócio, sem obstruir o justo cumprimento das obrigações contratadas. Por fim, o dever de diligência insta as partes a agir com cautela e zelo, preocupando-se uma com a outra.

Como dito, o princípio da boa-fé permeia todas as fases da contratação e subsiste mesmo após a extinção do contrato. Portanto, a análise que cabe ser feita junte-se ao aspecto da interpretação e da execução dos contratos e demais negócios jurídicos, aspecto esse que pode ser dividido numa função interpretativa, pela qual as partes, ao tentarem compreender o sentido das estipulações negociais, devem agir de acordo com a boa-fé; e numa função integrativa, quando pensamos já no agir contratual, em que são estipulados direitos e deveres também baseados na boa-fé.

Até agora foi abordada a função integrativa, no sentido de que os direitos e deveres das partes de um negócio não são apenas aqueles postos por elas, nem aqueles que decorrem expressamente do texto da lei. Existe um conjunto de deveres laterais, de natureza especial, que visam garantir a lisura dos pactos e o bom cumprimento das

¹⁶³ Nesse sentido é bom conferir o que diz R. R. AGUIAR: “Na sua função limitadora da conduta, a boa-fé se manifesta através da teoria dos atos próprios, proibindo o *venire contra factum proprium*, vedando o uso abusivo da *exceptio non adimpleti contractus*, quando o inadimplemento da outra parte, no contexto do contrato, não o autorizava; impedindo o exercício do direito potestativo de resolução quando houve inadimplemento substancial, na linguagem do direito anglo-americano, ou quando o inadimplemento foi de escassa importância, na nomenclatura do Código Civil Italiano; afastando a exigência de um direito cujo titular permaneceu inerte por tempo considerado incompatível (...)”, *A boa-fé na relação de consumo*, in *Revista de Direito do Consumidor*, Instituto Brasileiro de Política e Direito do Consumidor, RT, vol. 14, abr-jun. 1995, pp. 26-27.

obrigações, em atenção aos interesses contratados. Esses deveres não se traduzem em prestações específicas, estabelecidas previamente: são identificados na apuração dos casos concretos, muito comumente após a sua violação.

Com relação à função interpretativa, despontam dois desdobramentos: primeiro, os contratos devem ser interpretados de acordo com o seu significado objetivo, aparente, exceção feita à hipótese em que se conhece a vontade real do contraente; segundo, em caso desse sentido objetivo causar dúvida, será privilegiado o significado que a boa-fé indicar como sendo mais razoável.

Quanto ao primeiro desdobramento, é sabido ser tutelada a confiança do destinatário da declaração negocial, o chamado valor social da aparência. Por isso, privilegia-se o sentido objetivo das declarações negociais, exceto quando é conhecida a vontade real de seu emissor, visando dar ao negócio a correta definição que ambas as partes quiseram, ou pelo menos deveriam querer se agiram correta e prudentemente.

O segundo desdobramento tem importância quando se trata de interpretar negócio (contrato) que tenha cláusulas ambíguas, das quais o próprio sentido objetivo é duvidoso. Neste caso, será preferido o significado que a boa-fé indique ser o mais razoável, justo, equitativo. Para tanto, foram construídas certas regras interpretativas: quando houver para uma cláusula diversos sentidos, deve ser preferido aquele que assegure a preservação do negócio; quando houver dúvida sobre o significado de uma cláusula, ela deve ser interpretada de modo a privilegiar a parte que assumiu obrigações a partir dela; e, quando houver dúvida em cláusula que tenha sido predisposta por uma das partes, a interpretação desta deve ser feita, de modo a privilegiar a outra parte, ou seja, de maneira menos favorável à parte que a redigiu.

Contudo, deve o intérprete se abster de “*aplicar açodadamente textos normativos de abrangência geral (ou mesmo de inspiração consumerista) a contratos empresariais, desconsiderando sua especificidade em relação aos contratos de natureza*

*diversa.” uma vez que “Há pressupostos teóricos e fáticos do direito empresarial que devem ser observados quando tratamos da interpretação dos negócios comerciais.”*¹⁶⁴

Quer expressado na sua função integrativa, quer na sua função interpretativa, o que importa salientar acerca do princípio da boa-fé objetiva, é que ele demanda das partes um esforço no sentido de uma cooperação e respeito mútuos para que sejam levados a efeito os objetivos pretendidos quando da contratação, em homenagem ao princípio da segurança jurídica e como forma de manutenção da ordem do mercado.

V.7 A mudança de objeto social e o direito de retirada

A lei societária segue na defesa do objeto social ao determinar em seu art.136 a necessidade de quórum qualificado para modificá-lo, ou seja, metade, no mínimo, das ações com direito a voto (art.136, inciso VI).

Ainda como proteção ao acionista, em caso de vulneração da cláusula do objeto social, está a garantia do direito de recesso ao acionista descontente. Por essa razão trataremos, brevemente, dos fundamentos jurídicos do direito de recesso.

O princípio majoritário traz como lastro o pressuposto da atuação do acionista controlador no interesse do corpo acionário e também da comunidade em que atua. A esse acionista a LSA atribuiu deveres (art. 116 e 116-A) e responsabilidade (art.117). Consoante Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO¹⁶⁵ “A atuação desse princípio evidencia a existência de um *poder de controle* que se coloca como pressuposto indispensável da atividade corrente da companhia e como condição essencial para que ela alcance suas finalidades, por definição, lucrativas.” (grifo no original).

¹⁶⁴ FORGIONNI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo código civil brasileiro in Revista de direito mercantil, nº 130, ano XLII, abril-junho 2003, pp. 7-38.

¹⁶⁵ Op. cit., p. 293.

Entretanto, apesar das benesses que o princípio traz no sentido de impedir a paralisação das ações da companhia enquanto se espera por uma decisão unânime, apresenta como sua maior desvantagem o desfavorecimento da minoria¹⁶⁶.

No intuito de coibir males dessa natureza, surgiram mecanismos para frear o poder da maioria, entre eles o direito de retirada do dissidente de deliberação da sociedade. Assim, o direito de retirada serve para a composição de interesses entre a maioria e a minoria dissidente, em determinados aspectos da vida social fixados em lei¹⁶⁷ que transformem a companhia ou que alterem os direitos dos acionistas em geral ou de determinada classe.

A possibilidade do acionista de retirar-se da sociedade integra seus direitos essenciais, nos termos do art. 109, V¹⁶⁸, da LSA, e nem a assembleia geral e nem o estatuto poderão excluir tal direito nos casos previstos na própria lei.

Conforme dicção de CARVALHOSA¹⁶⁹, tal solução concilia a concepção contratualista (bases essenciais) com os aspectos institucionais da companhia e, assim, a LSA admite, com fundamento na teoria institucionalista, a deliberação por maioria qualificada a respeito de matérias que são consideradas básicas à existência e à organização da companhia na ótica contratualista. Dessa maneira, entende que o direito de retirada se configura como concessão à teoria contratualista.

O instituto do direito de retirada foi primeiramente positivado no art. 158 do Código de Comércio Italiano de 1882, permitindo o exercício de tal direito quando da ocorrência de deliberações majoritárias sobre matérias específicas, como mudança de objeto social. No ordenamento brasileiro ele foi instituído em 1919, pelo Decreto nº 3708,

¹⁶⁶ Não raro, portanto, o uso de termos como “ditadura da maioria” para dar concretude ao argumento.

¹⁶⁷ Para uma explanação da evolução histórica da aplicação do princípio majoritário, ver LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp.195 e ss. Também EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada*, vol. II, Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp.199 e ss.

¹⁶⁸ “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

...

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

...”

¹⁶⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, vol. 2, 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011, pp. 1030-1031.

que dispunha sobre sociedades por quota de responsabilidade limitada, para dar guarida às divergências quanto à alteração do contrato social (art. 15¹⁷⁰).

O instituto foi tomando espaço, sendo posteriormente incluído como direito dos acionistas preferencialistas, como recurso no caso de alterações nas preferências ou vantagens (Decreto nº 21536 de 1932¹⁷¹). Com o tempo, houve, também, aumento das causas que facultavam o exercício do direito de recesso, sendo introduzida, pelo Decreto-lei 2627/40, a previsão de mudança do objeto social essencial da sociedade, até se chegar aos termos atuais da Lei 6404/76.

Lembre-se que o Código Comercial de 1850 somente admitia a modificação do objeto social por deliberação unânime dos sócios.

Com efeito, o atual diploma do anonimato elenca, como motor para o exercício do direito de recesso, a criação de ações preferenciais ou aumento de classe existente sem guardar proporção com as demais, salvo se já previstos e autorizados pelo estatuto; alterações nas preferências, vantagens e condições de resgate ou amortização de uma ou mais classes de ações preferenciais, ou criação de nova classe mais favorecida; alteração do dividendo obrigatório; mudança de objeto da companhia; incorporação da companhia em outra, sua fusão ou cisão; dissolução da companhia ou cessação do estado de liquidação; participação em grupo de sociedades (arts. 136 e 137); redução do capital social; desapropriação de controle de sociedade de economia mista; incorporação de todas as ações, para conversão em subsidiária integral; compra de controle por companhia aberta; incorporação de companhia controlada; transformação da sociedade.

Conforme nos informa José Waldecy LUCENA, o direito de recesso tem, porém, sido questionado¹⁷². Enquanto as legislações americana e européia expandiam seu uso, a italiana o restringia, deixando-o válido apenas quando da mudança de objeto social, mudança de tipo societário e transferência da sede social para o estrangeiro.

¹⁷⁰ “Art. 15. Assiste aos socios que divergirem da alteração do contracto social a faculdade de se retirarem da sociedade, obtendo o reembolso da quantia correspondente ao seu capital, na proporção do ultimo balanço aprovado. Ficam, porém, obrigados às prestações correspondentes às quotas respectivas, na parte em que essas prestações forem necessarias para pagamento das obrigações contrahidas, até á data do registro definitivo da modificação do estatuto social.”

¹⁷¹ O Decreto nº 21.536 introduziu a ação preferencial no direito pátrio com a possibilidade de restrição ao direito de voto sem, no entanto, fixar percentuais máximos de participação.

¹⁷² In *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*, 5ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003, p. 549.

Atualmente, a maior parte das legislações modernas o restringiu, e a tendência é de vedá-lo em sociedades com ações negociadas em bolsa, limitando-o àquelas cujos títulos de participação não têm a mesma liquidez, isto é, a sociedade limitada e a anônima fechada.

LUCENA afirma, ainda, que há os que não mais o conceituam como proteção da minoria, mas o veem como o oposto, um direito da maioria para se livrar da minoria incômoda, ou como mecanismo neutro, destinado a preservar e pacificar a sociedade, sem visar o benefício ou proteção de qualquer grupo¹⁷³. O autor crê ser a faculdade de exercício desse direito respaldada em hipóteses muito amplas no ordenamento brasileiro, prejudicando não só o princípio majoritário, próprio de órgãos colegiados, como também a sobrevivência das próprias sociedades.

O direito de retirada, em nível conceitual, apresenta as seguintes características: é potestativo, decadencial, essencial, intangível, irrenunciável, *a priori* e de forma abstrata, irrevogável *a posteriori* no seu exercício após o conhecimento pela companhia, seja por escrito seja verbal na própria assembleia, desde que registrado em ata, exercido pessoalmente (credores do sócio não podem realizá-lo, por exemplo) junto à sociedade mediante declaração unilateral incondicionada de vontade, de natureza receptícia e a sociedade não pode discordar, somente comprovar se ela ocorreu ou não.

Quanto à possibilidade de direito de recesso parcial, deve ser entendido que tal não é possível. O pedido de reembolso deverá ser exercido de forma indivisível (todas as ações) uma vez que a alteração das condições que levaram o acionista a associar-se a um empreendimento afeta a totalidade de sua posição acionária e, na hipótese contrária, ter-se-ia uma situação incompatível com o instituto.

Superando a divergência na interpretação da possibilidade do acionista omisso ingressar com o pedido de reembolso, quando da vigência da legislação anterior, a LSA em seu art. 137, § 1º, desdobrado no atual § 2º, esclarece que mesmo o acionista que se absteve de votar ou que não tenha comparecido à assembleia pode pedir o reembolso de suas ações. Entretanto, aquele acionista que votou favoravelmente à alteração estatutária não poderá solicitar o reembolso.

¹⁷³ Para um estudo mais acurado acerca do tema, ver os autores citados por Lucena em ob. cit., pp. 550 e ss.

A titularidade das ações deverá ser comprovada na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, conforme redação do § 1º do art. 137 dada em 1997, modificando a redação original que previa a data da assembleia como referência. Isto para evitar a atuação daqueles que compravam as ações já com o intuito de exercer o direito de recesso, em detrimento do interesse da companhia.

Note-se, ainda, que a enumeração das hipóteses que possibilitam o exercício do direito de retirada é taxativa e não pode ser ampliada, como demonstrado pela própria LSA no art. 109 que, ao tratar dos direitos essenciais dos acionistas, elenca, em seu inciso V, a possibilidade de “retirar-se da sociedade **nos casos previstos nesta Lei**.” (grifo nosso).

Para Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO, não deve ser admitido o direito de recesso em hipóteses análogas às descritas na lei¹⁷⁴. segundo CARVALHOSA¹⁷⁵ “somente as matérias que a lei reputa como constitutivas das bases essenciais organizativas da companhia é que podem merecer o *quorum* deliberativo qualificado.”.

Destaque-se que a LSA alterou a referência a “mudança do objeto essencial da sociedade” do diploma legal anterior, mantido pelo Decreto-lei 7375/45, para “mudança do objeto da companhia”, redação mantida pela reforma de 1997 (Lei 9457).

Os autores do anteprojeto da LSA foram sucintos em sua justificativa, remetendo tão somente ao § 2º do art. 2º da mesma lei que determina que o estatuto social deva definir o objeto de modo preciso e completo.

“Além disso, na modificação do objeto não distingue entre essencial e acidental, coerente com a norma do § 2º do art. 2º.”

Naquele ponto, os autores do anteprojeto assim se manifestaram:

¹⁷⁴ Op. cit., p. 286

¹⁷⁵ Op. cit. (vol. 2), p. 1034.

“O Projeto mantém as normas do Decreto-lei nº. 2.267, com as seguintes alterações:

...

b. prescreve que o **objeto social seja definido de modo preciso e completo** (art. 2º, § 2º), o que constitui **providência fundamental para a defesa de minoria**, pois **limita a área de discricionariedade de administradores** e acionistas majoritários e possibilita a caracterização de modalidades de abuso de poder;” (grifo nosso).

Tal alteração provocou intenso debate e manifestações antagônicas no âmbito da Procuradoria Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários ao longo do tempo. Pela interpretação de que toda e qualquer mudança de objeto social confere ao acionista dissidente o direito de recesso pode-se citar os Pareceres 86/79, 88/82 e 11/94. Na linha de entendimento de que a inserção de atividades complementares ou integradas ao objeto original não implica em alteração do objeto social para efeitos da possibilidade do direito de retirada pelo acionista dissidente tem-se os Pareceres 10/83 e 62/93.

Já em outros casos, a Procuradoria da CVM entendeu que o direito ao recesso não é um direito absoluto.

Egberto Lacerda TEIXEIRA e José Alexandre Tavares GUERREIRO¹⁷⁶ entendem que teria sido melhor manter-se a fórmula adotada pela legislação revogada com a justificativa de que existem sociedades que por motivos comerciais ou legais devem eliminar ou acrescentar atividades complementares a seu objeto social.

Nesse ponto convém esclarecer da necessidade, ou não, da comprovação da ocorrência de prejuízo ao acionista dissidente.

No que se refere à criação de ações preferenciais ou aumento desproporcional de classe de ações preferenciais existentes, sem previsão estatutária, ou 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, contidos

¹⁷⁶ Op. cit., p. 424.

nos incisos I e II do art. 136 da LSA, a doutrina já demandava a existência do prejuízo para o exercício do direito de retirada, ainda que, até 1997, a LSA falasse em titulares de ações preferenciais da classe interessada.

Com a nova redação dos arts. 136 e 137 dada pela Lei 9457/97, parece superada tal controvérsia: “nos casos dos incisos I e II do art. 136, somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe **prejudicadas**” (grifo nosso).

Por outro lado, em 1997 também foram introduzidos limitadores ao exercício do direito de retirada, posteriormente modificados pela Lei 10303/01. Foi esclarecido que somente o titular de ações na data da primeira publicação do edital de convocação da assembleia, ou na data da comunicação do fato relevante objeto da deliberação, se anterior, pode exercer o direito de retirada. Tudo para evitar-se a chamada “indústria do recesso” em que investidores oportunistas compravam a ação após a convocação da assembleia e antes de sua realização para, após o conclave, ingressarem com o pedido de recesso na companhia.

Pelos reflexos que o pedido de retirada pode acarretar na vida social, o legislador permite aos órgãos da administração convocar assembleia geral para ratificar ou reconsiderar a deliberação no prazo de dez dias após o encerramento do prazo de trinta dias da assembleia-geral ou da assembleia especial, conforme o caso. Isso quando a estabilidade financeira da companhia é colocada em risco pelo potencial pagamento do pedido de retirada.

Assim, nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, o chamado “market-out exception” do direito norte-estadunidense, observando-se que no Brasil depende de ser avaliado o preenchimento dos critérios de dispersão e liquidez. No caso do inciso IX do art. 136, somente haverá direito de retirada se a cisão implicar mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida ou na redução do dividendo obrigatório ou, ainda participação em grupo de sociedades.

Verifica-se, portanto, que o legislador não criou limitações ao exercício do direito de retirada no caso de mudança do objeto social. Seja a exigência de prejuízo ou de ter a companhia suas ações intensamente negociadas (requisitos de liquidez e dispersão). Até mesmo se o novo objeto social representar ganho potencial superior ao anterior é cabível o exercício do direito de retirada. O acionista pode entender que o retorno projetado implica em maior volatilidade ou mesmo que por aspectos subjetivos não quer investir em determinado setor de atividade. Por exemplo, tome-se uma companhia que investe em energia solar ou eólica, não poluidora, e que a maioria acionária delibera investir em energia suja como derivados de petróleo e carvão mineral, cuja utilização afeta o meio ambiente. Nesse caso é possível ao acionista dissidente solicitar a retirada da sociedade sem precisar demonstrar qualquer prejuízo.

Nesse sentido, deve ser entendido que a teoria do risco não atende plenamente à legislação pátria no que se refere à mudança do objeto social. A verificação de prejuízo do interessado encontra-se prevista (art. 137, I da LSA) para as hipóteses nos casos dos incisos I e II do art. 136, em que somente terá direito de retirada o titular de ações de espécie ou classe prejudicadas quando da criação de ações preferenciais ou aumento de classe de ações preferenciais existentes, sem guardar proporção com as demais classes de ações preferenciais, salvo se já previstos ou autorizados pelo estatuto ou na 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.

Note-se que o acionista deve reclamar o reembolso no prazo de 30 dias contados da publicação da respectiva ata (art. 137, IV) que, pela exiguidade, é incompatível com a comprovação de efetivo prejuízo.

Outra questão tormentosa é a da transferência de ativos da companhia para outra no caso da companhia se transformar em uma sociedade de participações (“holding”).

Lembre-se que pelo art. 2º, § 3º, da LSA, é facultado à companhia ter por objeto participar de outras sociedades; ainda que não prevista no estatuto, como meio de realizar o objeto social.

Um caso sempre citado e que merece destaque é o referente à empresa Ughini S/A Indústria e Comércio (STF – RE 104.895 – 2ª T – Rel. Min. Carlos Madeira – j. 21/10/86).

Tratava-se de transferência das atividades industriais da companhia para empresa do mesmo grupo, na qual a sociedade era titular de mais de 90% do capital e a Turma julgou que a LSA não exige que a alteração estatutária implique em mudança essencial bastando que prejudique interesses dos acionistas minoritários.

MORAES¹⁷⁷, comentando a decisão, traz os seguintes trechos da mesma:

“A mudança do objeto da companhia (por quaisquer meios – alteração, acréscimo, restrição) é suficiente para justificar o exercício do direito de retirada”.

“A questão do prejuízo da minoria (ou do acionista) não é pressuposto do direito de recesso”

Quanto à não exigência da comprovação do prejuízo esta é a posição da Comissão de Valores Mobiliários nos dois casos levados a julgamento por seu Colegiado.

O primeiro, *Portuense Ferragens*¹⁷⁸, tratava de recurso contra entendimento da área técnica de que teria havido alteração do objeto social sem prévia aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, contrariando o disposto no art. 136, VI da Lei das S/A, e que a deliberação a respeito da mudança do objeto social da companhia ensejaria o direito de recesso aos acionistas dissidentes. No caso concreto, a companhia tinha como principal e única fonte de renda a locação de 80 lojas construídas no espaço onde antes funcionavam a loja principal e o depósito comercial da companhia.

O Colegiado entendeu que a companhia não mais exercia seu objeto social e deliberou que o direito de recesso, em casos de mudança de objeto social, não dispensa a prévia deliberação assemblear e que a companhia deveria promover convocação de

¹⁷⁷ Ver comentários de MORAES, Mauro Delphim in *Revista de Direito Mercantil*, nº 85, pp. 57/71.

¹⁷⁸ Processo RJ2003/7612, julgado em 09/03/04.

assembleia geral para deliberar sobre o assunto. Assim, deverá existir deliberação da Assembleia Geral Extraordinária para que o acionista dissidente exerça o direito de retirada.

Ademais, que “a administração da companhia deve convocar uma assembleia geral para dar ciência aos acionistas da companhia a respeito de seu estado e respectivos planos e decidir o destino a ser dado à companhia, seja no sentido de se deliberar a alteração do estatuto social, de forma a tornar a locação de espaços como sua atividade social, seja para deliberar a liquidação da companhia, em razão da falta de viabilidade de se prosseguir no objeto social original” (Voto do diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos).

Também foi determinado à área técnica que investigasse os indícios da ocorrência de abuso do poder de controle quando do desvio do objeto social sem que a questão fosse submetida à assembleia geral (art. 117, § 1º, “a”). Tal dispositivo caracteriza a orientação da companhia para fim estranho ao objeto social como exemplo de exercício abusivo de poder.

A área técnica havia fundamentado seu posicionamento em obra do Prof. Modesto Carvalhosa¹⁷⁹ que entende ser possível tal exercício também pela prática de atos *ultra vires* que alterem substancialmente o objeto social, seja pela mudança de atividade, seja pelo desaparecimento significativo do patrimônio operacional da companhia.

Quanto à convocação da assembleia geral, a diretora Norma Jonssen Parente lembrou que a LSA já contempla a solução para que o acionista dissidente não fique submetido a decisões não razoáveis do acionista controlador, citando o art. 123¹⁸⁰,

¹⁷⁹ Cf. ob. cit. (vol. 2), p. 1049: “Surge, assim, na lei de 1976, o direito de recesso quando os administradores praticam atos *ultra vires*, pois levam à descaracterização do objeto social.”

¹⁸⁰ “Art. 123. Compete ao conselho de administração, se houver, ou aos diretores, observado o disposto no estatuto, convocar a assembléia-geral.

Parágrafo único. A assembléia-geral pode também ser convocada:

a) pelo conselho fiscal, nos casos previstos no número V, do artigo 163;

b) por qualquer acionista, quando os administradores retardarem, por mais de 60 (sessenta) dias, a convocação nos casos previstos em lei ou no estatuto;

c) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital social, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a pedido de convocação que apresentarem, devidamente fundamentado, com indicação das matérias a serem tratadas; (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

d) por acionistas que representem cinco por cento, no mínimo, do capital votante, ou cinco por cento, no mínimo, dos acionistas sem direito a voto, quando os administradores não atenderem, no prazo de oito dias, a

parágrafo único, “b”. Assim, conclui a diretora, “tendo restado demonstrado o cumprimento do requisito temporal, pode qualquer acionista da Portuense convocar a assembléia geral para deliberar sobre a alteração do estatuto, com base em uma mudança que já se consolidou de fato.”.

Lembrou, ainda, que o Conselho Fiscal da companhia já poderia ter realizado a convocação por se tratar de questão grave e urgente, consoante a disposição do art. 163, V¹⁸¹ da LSA.

Outro caso submetido ao Colegiado da CVM foi o caso Guararapes Confecções¹⁸², julgamento de que participei como diretor.

A companhia atuou como empreendedora na construção de *Shopping Center*. Para a reclamante, a companhia estaria sendo orientada para fim estranho àquele previsto em seu estatuto social. Do ponto de vista da companhia o investimento objetivou melhorar a rede de venda de sua produção e não implicaria em desvio do objeto social.

O Colegiado, por maioria, vencida a diretora Norma Jonssen Parente que entendeu já caracterizada a infração, determinou à área técnica que aprofundasse o exame dos fatos e tomasse as devidas providências, tendo em vista os indícios de que o acionista controlador teria levado a companhia a explorar atividade não prevista expressamente em seu objeto social.

Dessa forma, caso os administradores pratiquem, com habitualidade, atividades não contidas no objeto social, responderão pelo prejuízo que causar pela prática de atos com violação do estatuto, consoante art. 158¹⁸³ da LSA.

pedido de convocação de assembléia para instalação do conselho fiscal. (Incluída pela Lei nº 9.457, de 1997)” (grifo nosso).

¹⁸¹ “Art. 163. Compete ao conselho fiscal:

(...)

V - convocar a assembléia geral ordinária, se os órgãos da administração retardarem por mais de um mês essa convocação, e a extraordinária, sempre que ocorrerem motivos graves ou urgentes, incluindo na agenda das assembléias as matérias que considerarem necessárias;

(...)”

¹⁸² Processo RJ2003/5457, julgado em 04 e 05/08/04.

¹⁸³ “Art. 158. O administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de gestão; responde, porém, civilmente, pelos prejuízos que causar, quando proceder:

I - dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo;

Frise-se que para o exercício do direito de retirada é necessária a alteração estatutária em deliberação assemblear, não se admitindo que a mudança do objeto social de fato permita o exercício do direito de retirada.

A mudança do objeto social afeta a totalidade do corpo acionário, independentemente de ser votante ou não. Assim, todos os acionistas dissidentes, ordinaristas ou preferencialistas, podem ingressar com o pedido de reembolso. A sua justificativa é a modificação do perfil de investimentos da companhia, não havendo a necessidade de prévia demonstração de prejuízo ou de demonstração de que teve seu interesse afetado. O acionista não é obrigado a permanecer em tal condição em uma companhia diversa daquela em que ingressou. Existem controvérsias, entretanto, quanto ao alcance e extensão da modificação da cláusula estatutária.

No meu entender, não é qualquer mudança do objeto social que enseja o direito de retirada, ainda que não me alinhe ao pensar de CANTIDIANO para quem é necessário que a empresa “mude de ramo de negócios”:

“... para que se possa caracterizar uma mudança no objeto da companhia que ela altere, troque, modifique, a sua atividade, isto é, que a companhia, que até determinado instante explora determinada empresa (ou ramo de negócios), passe a explorar empresa de natureza absolutamente diversa, ou seja, que ela mude de ramo de negócios.”¹⁸⁴

Na visão de EIZIRIK, para configuração de mudança do objeto social é necessário que a base do negócio societário seja atingida por uma deliberação ou ato praticado pelos administradores que “desfigure completamente as atividades desempenhadas pela companhia”:

“Para que se justifique o direito de retirada é indispensável que a modificação do objeto seja substancial, de forma que passe a sociedade a atuar em outro ramo de negócios, o que pode implicar alteração do risco empresarial assumido pelo acionista. Dessa forma, a mudança do objeto

II - com violação da lei ou do estatuto.

¹⁸⁴ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999, p.162.

social consiste no exercício de atividade diversa daquela para a qual a sociedade foi constituída.”¹⁸⁵

Considerando-se que a análise do problema deve se dar caso a caso, deve ser entendido que não existe fórmula geral que possa resolver a questão. Existem possibilidades de ampliação ou de restrição do objeto social que podem configurar mudança suficiente a ensejar o direito de recesso.

Cabe lembrar que na reforma de 2001 (Lei 10303) foi modificado o inciso III do art. 137 que, remetendo ao inciso IX do art. 136 (hipótese de quórum qualificado para aprovação da cisão da companhia), restringe a hipótese de direito de retirada em casos de cisão quando houver “redução do dividendo obrigatório” (alínea “b”), participação em grupo de sociedades (alínea “c”) ou mudança do objeto social, salvo quando o patrimônio cindido for vertido para sociedade cuja atividade preponderante coincida com a decorrente do objeto social da sociedade cindida (alínea “a”).

Este dispositivo acarreta, em cada caso concreto, a avaliação do que caracterizaria “atividade preponderante”. Bastaria que mais de metade da receita da nova sociedade fosse decorrente daquela da sociedade cindida? Não parece ser assim. O acionista dissidente pode alegar a ruptura do pacto social, conforme explanado anteriormente, inclusive por razões de ordem moral.

Para permitir a análise do impacto da alteração proposta é que a CVM em sua Instrução 481/09, art.11, determina às companhias abertas que ao convocarem assembleia geral para reformar o estatuto devem fornecer, no mínimo, cópia do estatuto social contendo, em destaque, as alterações propostas, e relatório detalhando a origem e justificativa das alterações propostas e analisando os seus efeitos jurídicos e econômicos.

Quanto à necessidade de qualquer alteração do objeto social se dar por aprovação de quórum qualificado, tem-se a posição contrária de José Edwaldo Tavares BORBA para quem “Pequenos ajustamentos no objeto social podem, pois, se processar

¹⁸⁵ *A Lei das S/A Comentada*, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 219-220.

sem a necessidade do quórum especial previsto no art. 136, o qual se reservaria tão-somente para as alterações de base- substituição do objeto.”¹⁸⁶

No nosso entender, entretanto, qualquer alteração dessa cláusula estatutária deverá ser aprovada nos termos do art. 136 da LSA, ou seja, a aprovação de acionistas que representem metade, no mínimo, das ações com direito a voto, o chamado quórum qualificado. Isto por que a avaliação da magnitude da alteração cabe ao acionista minoritário, não podendo esta avaliação se dar aprioristicamente pelo acionista controlador. Trata-se de exceção legal ao quórum do art. 129 de aprovação das deliberações da assembleia geral por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco e, portanto, não admite interpretação diversa.

Quando a matéria deliberada em assembleia geral ensejar o direito de recesso, a citada Instrução determina que a companhia deva fornecer, dentre outras, informações quanto ao evento, seu fundamento jurídico, prazo para exercício do direito de recesso, valor do reembolso por ação ou sua estimativa, bem como sua forma de cálculo.

Certo que a CVM, nos termos do § 2º do art. 136 da LSA, poderá autorizar a redução do quórum qualificado para a companhia aberta com a propriedade das ações dispersa no mercado e cujas três últimas assembleias tenham sido realizadas com a presença de menos da metade das ações com direito a voto.

Nestes casos de flagrante absenteísmo, a autorização da CVM¹⁸⁷ será obrigatoriamente mencionada nos avisos de convocação e a redução do quórum somente poderá ser adotada em terceira convocação. A CVM tem se pronunciado em casos envolvendo a redução de quórum para deliberação em assembleia especial de preferencialistas e as decisões reiteram que a competência outorgada à Autarquia para redução de quórum não se estende às regras de convocação de assembleias, entendendo que § 2º do art. 136 não estabelece para a CVM uma obrigação de autorização.

Nesses termos, segundo a CVM, deve ser comprovada a realização prévia, sem sucesso, de assembleias cuja matéria demande o quórum mínimo legal para

¹⁸⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p.168.

¹⁸⁷ Com relação a este assunto, vejam-se os seguintes Processos CVM: RJ2006/3453, julgado em 18/05/06, RJ2006/6785, julgado em 25/09/06, RJ2008/9337, julgado em 04/11/08, RJ2009/10433, julgado em 15/12/09 e RJ2010/10723, julgado em 31/08/10.

aprovação, devendo ser respeitado o intervalo de tempo exigido por lei entre a primeira e a segunda convocação, podendo ser convocada a terceira assembleia no mesmo momento da convocação da segunda e se realizar em terceira convocação na mesma data prevista para a realização da segunda.

A CVM entende que devem ser apurados os quóruns nas últimas assembleias em que a classe de acionistas teve direito a voto.

Consoante Fran MARTINS, a redação do dispositivo legal, ainda que confusa, leva ao entendimento de que “não tendo sido conseguido o *quorum* qualificado para a aprovação de matéria mencionada no art. 136 em três assembléias convocadas para decidir o assunto, a fim de evitar o impasse, um *quorum* especial seja autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários.”¹⁸⁸

Posição diversa é apresentada por Ricardo TEPEDINO para quem, por entender ser a referência genérica, a abstenção deve ser verificada nas últimas três assembleias, “pouco importando a ordem do dia e ainda que tenha sido ordinária uma delas ou mesmo todas.”¹⁸⁹

Nelson EIZIRIK entende justificável, com fundamento no princípio da celeridade que rege o direito comercial, que a CVM autorize a adoção do quórum reduzido em terceira convocação independentemente de não terem sido realizadas anteriormente três assembleias especiais de acionistas detentores de determinada classe de ações preferenciais.¹⁹⁰

CARVALHOSA¹⁹¹ entende que os administradores devem solicitar a redução do quórum ao órgão regulador antes da primeira convocação e “não ser resultado da constatação da inexistência de *quorum* deliberativo qualificado na primeira e na segunda convocação.”

¹⁸⁸ Op. cit. Vol. II, Tomo I, p. 253.

¹⁸⁹ TEPEDINO, Ricardo in *Direito das Companhias*, coord. Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, vol. I, Rio de Janeiro, Forense, 2009, p. 1024.

¹⁹⁰ Op. cit. p. 195-196.

¹⁹¹ Op. cit. (vol. 2), p.1033.

Ademais, dentro de seu poder discricionário, a CVM tem exigido das companhias esforços adicionais para estimular a participação dos acionistas preferencialistas nas assembleias convocadas, bem como considerado como ponto favorável ao deferimento do pleito o compromisso do acionista controlador de não votar na assembleia especial.

Após a edição da Instrução CVM 481/09 que disciplinou os pedidos públicos de procuração, a CVM entende ser este um critério objetivo na verificação dos esforços adicionais não sendo suficiente a publicação de Fato Relevante.

Cabe ainda comentar que a reforma de 1997 modificou o conceito original de companhia aberta que diferenciava esta da fechada pela admissão dos valores mobiliários de sua emissão a negociação em bolsa ou no mercado de balcão.

Com o novo § 3º, à CVM foi atribuído o poder de classificar as companhias abertas em categorias, segundo as espécies e classes dos valores mobiliários por ela emitidos negociados no mercado e isto foi feito por intermédio da Instrução CVM nº 480/09 que entrou em vigor em 1º de janeiro de 2010. Foram criadas categorias de emissores de acordo com os tipos de valores mobiliários admitidos à negociação, bem como regimes de prestação de informações adequados a cada uma das categorias criadas.

Assim, a possibilidade de ampliação do quórum qualificado pelo estatuto da companhia fechada, consoante conceito original, foi permitido para todas as companhias cujas ações não estejam admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão. Assim, companhias abertas que somente tenham distribuído publicamente títulos de dívida poderão adotar tal regra estatutária.

Capítulo VI. Mercado e objeto social

Com o advento da Constituição Federal de 1988, que consagrou um sistema com cláusulas abertas, e o advento dos planos econômicos da década de 80 e 90, os quais muitas vezes não levaram em consideração liberdades públicas e direitos individuais, cresceram as avenças entre o Direito e a Economia¹⁹².

Apesar de serem planos que se tocam, Direito e Economia têm sua própria linguagem e objeto, tendo que atentar ao outro, mas sem furtarem-se de suas competências específicas. O sistema político, também a estes imbricado, contribui para agravar as discrepâncias, acirrando a confusão entre os sistemas antes mencionados.

A solução seria uma economia de mercado inspirada no direito, e um direito que considere as regras do mercado, a fim de que ambos contribuam para o desenvolvimento. Em alguns casos, talvez seja essa a percepção que falte ao intérprete: a superação dos problemas individuais sem que isso acarrete problemas estruturais e coletivos.

No Brasil, essa confusão de sistemas é grave. Armando Castelar PINHEIRO e Jairo SADDI afirmam, com fundamento em pesquisa realizada com profissionais da área jurídica, que a maior parte dos magistrados crê que as decisões são mais baseadas na visão política do juiz do que em uma leitura rigorosa da lei, especialmente quando o assunto é privatização¹⁹³. A “politização” das decisões judiciais também se faz presente na tentativa do magistrado de proteger certos grupos sociais vistos como a parte mais fraca nas disputas levadas à corte. A grande maioria crê que o juiz tem um compromisso com a justiça social, e sua busca justifica decisões que violem os contratos, com exceção aos atuantes na área comercial. Os membros do Ministério Público partilham da mesma fuga da lógica judiciária do legal x ilegal (linguagem jurídica própria). Porém, para garantir a estabilidade econômica e a certeza legal imprescindíveis para o bom funcionamento de ambos os sistemas, é preciso superar as diferenças entre advogados e economistas e aproximar as duas áreas.

¹⁹² In *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, pp. 4 e ss.

¹⁹³ Idem, *ibidem*.

Pois bem, toda a análise que for feita pelo profissional do Direito tem que carregar em si a preocupação com o sistema econômico: o advogado exerce, sim, um papel de relevância para estruturar as relações atuando na pacificação dos conflitos. Ademais, o exercício dessa posição deve estar pautado pela utilidade.

Ora, sabemos que os contratos têm importância crucial ao ramo econômico, já que são a base de sustentação das transações realizadas no mercado, em especial as mais complexas. O desenvolvimento empresarial dá-se a partir de uma estrutura de contratos, tendo como prevalente aquele inicial, o contrato social, ou estatuto social, conforme o caso, em que está descrita a atividade econômica que regerá todos os outros contratos.

Nesse sentido, tomando o objeto social sob o ponto de vista da atividade econômica desenvolvida, o que se pretende nesse capítulo é demonstrar como toda a estrutura de capital e de investimento da companhia pode (e deve) ser influenciada pelo objeto social, a começar pela sua efetiva capitalização.

Nesse sentido, a exposição de motivos da Lei 19550, que trata das sociedades comerciais na Argentina, traz texto muito semelhante ao da exposição de motivos da lei brasileira. Entretanto, esboça (o que parece faltar à nossa) preocupação com a subcapitalização das companhias, como prejuízo ao desenvolvimento da atividade descrita na cláusula do objeto social¹⁹⁴.

Expressa, com efeito, que com exceção àquelas companhias cujo objeto social seja financeiro, as demais não podem tomar ou manter participações em outra, ou outras, sociedade (s), por um valor superior às suas reservas livres e à metade de seu capital e das suas reservas legais.

A explicação está em que o legislador adotara esse temperamento porque estaria convencido de que seria conveniente limitar a participação das sociedades em outras. Assim, a fixação do limite de investimento importa a preocupação que as participações, se em níveis exagerados, poderiam significar uma deformação das atividades que realmente deveriam ser cumpridas, se o objeto não fosse exclusivamente financeiro.

¹⁹⁴ Cf. Alberto ARAMOUNI, *ob. cit.*, p. 25.

Dessa maneira, além de desnaturar o objeto social, essa conduta de participações exageradas em outras companhias implicaria, em suma, a mudança de sua atividade, em um nível em que só seria aceitável para aquelas companhias que tivessem o objeto financeiro.

Essa preocupação com os níveis de investimento e de alavancagem foram refletidas aqui no Brasil. A lei societária expressa preocupação ao tratar da escrituração da companhia em seu art.177, determinando que sejam obedecidos preceitos da legislação comercial e os princípios de contabilidade geralmente aceitos.

Com efeito, a legislação societária obriga a companhia a observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência, uma vez que no caso da legislação fiscal ou especial sobre a atividade que constitui o objeto da companhia, prescrevam métodos ou critérios contábeis diferentes a companhia os observará somente em livros ou registros auxiliares, sem qualquer modificação da escrituração mercantil, conforme redação dada pela Lei 11491/09.

Ainda no aspecto contábil, a LSA traz o comando, em seu art. 179, inciso II, que a companhia deverá classificar suas contas do seguinte modo:

“II - no ativo realizável a longo prazo: os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas (artigo 243), diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que **não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia;**” (grifo nosso).

Dessa maneira, o capítulo que se pretende desenvolver levará em conta os interesses que devem pautar a busca pela companhia dos recursos para manter a sua atividade produtiva, de acordo como foram tutelados pela legislação específica.

VI.1 Existe uma ordem jurídica do Mercado?

O conceito de mercado é polissêmico e a palavra mercado é excessivamente usada, não possuindo, entretanto, um significado preciso.

Conforme De Plácido e SILVA¹⁹⁵, mercado é um termo oriundo do latim *mercatus* e indica, geralmente, o lugar onde se vendem gêneros alimentícios e outras mercadorias, equivalendo ao termo feira, passando a designar também, a localidade, considerada pelo conjunto de comerciantes, podendo utilizar-se o termo praça. Também pode ser empregado aludindo-se à natureza da mercadoria negociada e, assim, mercado de café, ou, ainda, pode designar o conjunto de pessoas que oferecem ou procuram bens, serviços ou capitais, caracterizando a relação mercadológica como mercado de capitais ou mercado de trabalho.

Os economistas, por seu turno, designam mercado como a relação entre oferta e demanda de bens ou serviços. Ademais, o termo é utilizado para uma determinada forma de organização social, em que predominaria a livre formação dos preços, a economia de mercado.

FERRARESE¹⁹⁶ entende que a diversidade de significados do termo mercado deriva das diversas perspectivas disciplinares. O mercado pode ser considerado em pelo menos quatro significados: como o lugar destinado ao comércio, como ideologia, como paradigma da ação social e como instituição.

Quanto à identificação do mercado como lugar, entende haver uma contradição com a identificação espacial do próprio mercado, pois o mercado pode ser entendido como lugar ideal. A localização física identificada representa a primeira fase, como nas feiras medievais e, anteriormente, nos pequenos mercados locais, representando tipos de mercado espacialmente determinados, sendo a feira externa à comunidade e o mercado local interno.

¹⁹⁵ SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. Rio de Janeiro: Forense, 2001, p.530.

¹⁹⁶ FERRARESE, Maria Rosaria. *Diritto e mercato*. Torino: Giappichelli, 1992, pp. 17-76.

Enquanto lugar ideal, o mercado é contido no âmbito das relações sociais condicionando a lógica de seu funcionamento, determinando uma relação inversa entre a importância da localização física e a importância de seu enraizamento na sociedade.

Assim, o mercado se afirma como um lugar não precisamente identificado, com o comércio de longa distância e o mercador é um ambulante percebido de forma ambígua pela sociedade e, paradoxalmente, a dissociação do mercado de um lugar físico é acompanhada do crescimento de uma área dedicada aos negócios nas cidades. Hoje, com a globalização, existe uma rede complexa de informações representando um mercado sem raiz em qualquer país.

Observa WEBER¹⁹⁷ que o mercado leva em consideração apenas a coisa e não a pessoa, inexistindo as relações humanas das comunidades pessoais, e que a troca livre se realiza inicialmente com parceiros fora da comunidade de vizinhos, considerando que a negociação, o regateio, é algo não ético e condenável quando se dá nas relações fraternas. Isto se dá porque o mercado é orientado exclusivamente pelo interesse nos bens de troca, inexistindo deveres de fraternidade.

O desenvolvimento do mercado, segundo ROSANVALLON¹⁹⁸, deu-se, principalmente em França, por uma política de Estado que encorajou as trocas comerciais, combatendo as trocas não mercantis, objetivando uma arrecadação fiscal moderna, acelerando o ingresso de recursos, sendo o estabelecimento de feiras e mercados ligado a uma autorização real. Já nos casos da Itália e da Alemanha, a economia de mercado se desenvolveu sem a participação do Estado, tendo o mercado construído o Estado. Na Inglaterra, a política fiscal se baseia no comércio externo de lã e é relativamente fraca no comércio interno, fruto do desenvolvimento mais livre da sociedade civil inglesa.

O mercado também é percebido como ideologia, como garantia para a expressão da liberdade do homem e o mercado absorve a defesa da liberdade individual, ingressando a liberdade econômica no quadro das liberdades fundamentais a nível constitucional. A liberdade de mercado coloca o indivíduo como personagem central e o

¹⁹⁷ WEBER, Max. *Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. trad. Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. São Paulo: IOESP, 1999, p. 420.

¹⁹⁸ ROSANVALLON, Pierre. *O liberalismo econômico: história da idéia de mercado*. trad. Antonio Penalves Rocha. Bauru: EDUSC, 2002, pp. 140-146.

individualismo assume um valor central na relação mercado e liberdade. Assim, existe uma tendência a considerar a economia como eticamente neutra colocando o indivíduo como medida do mercado.

Disto decorre uma visão racionalista da doutrina econômica neoclássica que enfatiza a visão do homem econômico capaz de um perfeito cálculo em que o agente maximiza a satisfação de suas preferências, escolhendo racionalmente se existe, ou não, alguma ação para ele disponível cujas consequências sejam preferíveis às da ação escolhida. Ademais, o indivíduo não influencia o preço fruto da atomização do mercado.

Nesta visão, cabe ao Estado incentivar a iniciativa individual, realizar a defesa nacional e proteger a propriedade privada. O contrato nasce, assim, como máxima expressão da liberdade pelo encontro de duas vontades livres.

Outro aspecto da ideologia do mercado é o que relaciona a liberdade do mercado e a democracia, apesar de ser possível a afirmação do mercado em regimes não democráticos, configurada uma contradição entre o regime da propriedade e o regime da democracia. A liberdade econômica seria um fim em si e esta liberdade seria um meio indispensável para a realização da liberdade política, constituindo uma visão ideológica do mercado como liberdade econômica absoluta.

Um terceiro significado do termo mercado apontado por FERRARESE¹⁹⁹ é de paradigma da ação social dotado de suas próprias características, tendo por base o individualismo e que a base do mercado seja o indivíduo, em linha com a visão liberal que enxerga o indivíduo como capaz de calcular de forma perfeita a sua utilidade.

Este modelo de ação social derivado da teoria econômica neoclássica tem por pressuposto que o agente tenderá sempre a maximizar a sua própria utilidade, caracterizando-se pela racionalidade absoluta.

Outros modelos são o da racionalidade orgânica e da racionalidade limitada do agente que tem a ilusão de um comportamento racional, mas que em realidade alcança somente de forma limitada uma situação de racionalidade, considerado este último

¹⁹⁹ Op. cit. p.47

como mais realista pela escola neoinstitucionalista, permitindo conciliar a racionalidade do agente com seus próprios limites.

O agente, em verdade, não dispõe de todas as informações e, mesmo que as tivesse, não possui capacidade de processá-las a tempo da tomada de decisão. Tal aspecto é enfatizado na análise econômica dos “custos de transação” envolvendo os custos de execução de um contrato ou de um direito de propriedade.

Assim, as características gerais da ação social no âmbito do mercado envolvem a interdependência, a competição e a previsibilidade, entendida como possibilidade de cálculo do comportamento futuro. A interdependência entre os agentes com diferentes papéis e a incerteza, que é própria da interação social, pode levar a um comportamento que os estudiosos dos “custos de transação” denominaram “oportunismo”. Tal modelo tem por pressuposto a ampla liberdade do mercado na ausência de monopólios.

Outro significado do termo mercado é o de modelo complexo de comportamento com uma difusa aceitação social, caracterizando-se como instituição, atribuindo-se elevado valor como regra e expectativa de comportamento, em que os agentes se orientam de forma egoística e conflituosa, resultando em uma cooperação socialmente útil, coexistindo cooperação e conflito.

A institucionalização do mercado depende de um controle externo, seja a moral ou o direito, assumindo este um papel fundamental pela sua capacidade coercitiva de fazer valer as regras. Observe-se a rejeição ao direito estatal relatada por Bernstein (1992)²⁰⁰ em estudo do mercado de diamantes em Nova York, tratando-se de um mercado restrito a uma comunidade com alto grau de coesão e capacidade de sanção interna.

Assim, o direito provê a garantia externa que permite ao mercado manter sua característica de autodeterminação, bem como, permite a invasão da vida econômica com a introdução de outros critérios e princípios. Conforme TORRE-SCHAUB²⁰¹ o sistema de mercado integrado pelo direito não reproduz exatamente aquilo que os economistas chamam de sistema de mercado liberal, concluindo que o mercado pode ser

²⁰⁰ BERNSTEIN, Lisa. “Opting out of the legal system: extralegal contractual relations in the diamond industry”. *Journal of legal studies*, vol 21, 1992, pp. 115-157.

²⁰¹ TORRE-SCHAUB, Marthe. *Essai sur la construction juridique de la catégorie de marché*. Paris: L.G.D.J., 2002, p.2.

definido pelos limites marcados pelos direitos da pessoa e este relacionamento é dado por intermédio dos mecanismos de proteção que o direito coloca à disposição da mesma.

O debate a respeito da ordem jurídica do mercado envolve a relação entre direito e economia. Na visão liberal a economia inspira o direito e o direito deve definir a nível constitucional a liberdade econômica. Por outro lado, há quem entenda que o direito deve servir para limitar e corrigir as forças puras do mercado.

IRTI²⁰² comenta as duas linhas de pensamento que abordam a relação entre direito e economia. A primeira, chamada de naturalística, atribui à economia a capacidade de criar suas regras, como um direito natural independente da lei jurídica posta pelos homens, considerando que a economia vem em primeiro lugar e o direito depois, dando ao direito uma função secundária. Do ponto de vista neoliberal, a economia natural se reveste de neutralidade política e competência tecnocrática, considerando-a universal e desconsiderando os Estados territoriais.

A segunda visão, político-jurídica, afirma que o direito conforma os vários regimes de produção e circulação de bens, dependendo exclusivamente da decisão política, contra a pretensão de criação natural do mercado e da neutralidade da tecnocracia.

Nesse sentido, o mercado não seria uma ordem espontânea, mas artificial, construído por intermédio de normas e de decisão política e escolha legislativa, com suas implicações ideológicas e políticas, em que a não intervenção não expressa neutralidade política, mas sinaliza uma escolha. Para IRTI, o direito disciplina os mercados, estabelecendo relações econômicas e mercantis, por intermédio do ordenamento estatal, fruto de determinados interesses, descrevendo a norma jurídica com as regras do jogo e afirmando que o direito funda as suas próprias regras, não obedecendo a regras externas²⁰³.

O mercado é um modo de representação e de estruturação do espaço social e, de forma secundária, um mecanismo de regulação descentralizada das atividades econômicas pelo mecanismo de preços, constituindo-se em uma das instituições econômicas do capitalismo, objetivando a redução dos “custos de transação”.

²⁰² IRTI, Natalino. *Introduzione in Il dibattito sull'ordine giuridico del mercato*. Roma: Laterza, 1999, VII e segs.

²⁰³ IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Latenza, 2004. pp. 63-68.

VI.2 Análise econômica do direito

A análise econômica do comportamento do consumidor tem por pressuposto a sua capacidade de escolha e o ordenamento de suas preferências, medindo a sua intensidade pela função utilidade e variando de acordo com o indivíduo. Ademais, o consumidor está sempre disposto a consumir o produto, preferindo mais a menos, buscando sempre maximizar a sua utilidade, apenas contido por sua restrição orçamentária.

O consumidor demanda mais de um bem quando o seu preço cai ou quando seu orçamento cresce, ainda que a utilidade marginal, a satisfação acrescida por uma unidade a mais de consumo, é positiva, porém decrescente.

Pela teoria neoclássica, a empresa é um ambiente que transforma recursos, sejam materiais, capitais e trabalho, em produtos, bens e serviços, analisada pela ótica da produção ou das finanças. O objetivo da empresa é maximizar lucros, com as restrições impostas pela tecnologia, pelos concorrentes e pelos preços. Assim, a maximização dos lucros se dará quando a quantidade produzida iguala o custo marginal, variação do custo total, fixo mais variável, pela produção de mais uma unidade, e a receita marginal, variação da receita pela venda de mais uma unidade.

A Economia entende o mercado como o lugar em que a demanda e a oferta se encontram e, na teoria neoclássica, os preços e as quantidades de equilíbrio são determinados pelo mercado de forma a igualar a demanda pelos consumidores a determinado preço à produção pelas empresas àquele mesmo preço. Assim, o preço é dado pelo mercado. O equilíbrio depende, ainda, da estrutura de mercado, considerando o número de consumidores e de produtores e, para simplificar a análise, os economistas estudam os casos extremos de concorrência perfeita e de monopólio.

No modelo da concorrência perfeita tanto os consumidores quanto os produtores são atomizados, isto é, o tamanho de cada um não influencia o mercado e o bem produzido é homogêneo. A par disso, todos possuem informações completas de todos os preços e não existe qualquer forma de cooperação entre os agentes. Já no modelo do monopólio, apenas uma única empresa abastece o mercado e, assim, o monopolista produzirá a quantidade ótima e praticará o preço dado pela demanda.

Destacam-se dentre os modelos intermediários, o oligopólio e a concorrência imperfeita. No primeiro existem empresas concorrentes em número pequeno que são mutuamente influenciadas por seus comportamentos frente ao mercado. Já na concorrência imperfeita os produtos não são homogêneos e outros aspectos são considerados pelo mercado como marca e qualidade.

Considerando a simplificação excessiva da teoria neoclássica frente à realidade, em especial no que se refere às instituições, surgiu uma escola de economistas denominada de forma bastante ampla como neoinstitucionalista, levando em consideração os custos de transação assim definidos:

“custos incorridos pelos agentes econômicos na procura, na aquisição de informação e na negociação com outros agentes com vistas à realização de uma transação, assim como na tomada de decisão acerca da concretização ou não da transação e no monitoramento e na exigência do cumprimento, pela outra parte, do que foi negociado.”²⁰⁴

Assim, para que uma determinada transação se realize, informações devem ser conseguidas quanto aos insumos, trabalho e bens ou serviços, envolvendo preço e qualidade, com relação aos consumidores e fornecedores, inclusive sobre seu comportamento, além de incorrer-se em custos para negociar e formalizar o contrato, bem como para monitorar o comportamento da contraparte, cobrando o seu eventual descumprimento.

COASE é considerado o pioneiro desses estudos e em seu artigo de 1937 “The nature of the firm”²⁰⁵ critica a visão da empresa como função da produção e afirma que o objetivo de reduzir custos de transação determina a forma organizativa, se as transações realizadas pela empresa se darão no mercado entre organizações diversas ou de forma integrativa ou hierárquica, questionando o porquê da existência da firma, quais suas atividades e o que determina o seu número.

A teoria econômica considerava anteriormente somente os custos de produção, negligenciando os custos associados às transações econômicas, e as firmas eram

²⁰⁴ PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo, ob. cit. p.75.

²⁰⁵ COASE, Ronald H. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

vistas apenas como transformadoras de produtos, envolvendo apenas a função de produção e a maximização do lucro.

PACHECO²⁰⁶ resume as possibilidades de colaboração entre juristas e economistas na reformulação do direito segundo uma racionalidade econômica uma vez que a análise econômica do direito, especificamente o direito privado patrimonial, responde a uma lógica racional que é a lógica da eficiência econômica.

De forma geral, as instituições, entendidas como as regras do jogo, têm com principal função reduzir os custos de transação. WILLIAMSON²⁰⁷ distingue o ambiente institucional, que seria o macro ambiente baseado em regras políticas, sociais e legais fundamentais, e o arranjo entre unidades econômicas, chamado de arranjo institucional, como micro ambiente, e introduz o conceito da racionalidade limitada.

Ainda que a escolha racional seja objeto de críticas, mesmo diante de informações incompletas o agente decidirá objetivando satisfazer suas preferências transitivas e desde que não contraditórias, visando maximizar a sua utilidade.

Tal conceito da racionalidade limitada, refletido na idéia da incompletude dos contratos, reconhece a existência de potenciais problemas futuros em qualquer transação uma vez que os agentes simplesmente não conseguem vislumbrar todos os eventos futuros.

Assim, surge a possibilidade de comportamentos oportunistas pela possibilidade do agente se comportar orientado por seu interesse egoístico, mesmo desrespeitando as regras, se apropriando de ganhos indevidos. Tal comportamento, além de razões de foro íntimo, está associado ao custo reputacional da ação e à possibilidade de punição.

Em geral, entende-se que as regras legais ajudam a poupar os custos de transação ao reduzir a complexidade e ao informar dos custos do descumprimento.

²⁰⁶ PACHECO, Pedro Mercado. *El analisis economico del derecho: una reconstruccion teorica*. Madrid: Centro de Estudios Constitucionales, 1994. p.36.

²⁰⁷ WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. New York: The free Press, 1985.

A análise econômica aplicada ao Direito leva ao estudo do reflexo da regra legal na conduta dos agentes, mediante incentivos e desincentivos, e, também, à recomendação de políticas e de regras legais.

VI.3 Objeto social e interesse social

A preocupação com a questão do interesse social foi introduzida na nossa legislação societária pela Lei 6404/76²⁰⁸, de alguma maneira mesclando as concepções institucionalista e contratualista acerca do tema. De fato, a LSA traz várias menções ao conceito de interesse social, assim, no art. 115, afirma que o acionista deve votar sempre no interesse da companhia, entendido como abusivo o voto exercido com o fim de causar dano à companhia ou a outros acionistas, ou de obter, para si ou para outrem, vantagem a que não faz jus e de que resulte, ou possa resultar, prejuízo para a companhia ou para outros acionistas.

Como discutido anteriormente, o objeto social, nas sociedades de capital, serve como forma de garantir a tutela do interesse de investidores e credores de que a sociedade será gerida de forma correta, destarte, se impondo como verdadeiro limite aos atos dos administradores.

Tal discussão traz a necessidade de que se precise qual o melhor conceito para o interesse social. O primeiro corte que é necessário estabelecer é o de se limitar o assunto à esfera das sociedades anônimas de capital aberto.

O conceito de interesse tem que ver com o desejo, ou a vontade, insatisfeitos, o anseio de participar de um determinado evento ou relação. O interesse

²⁰⁸ Erasmo Valladão A. e N. FRANÇA resume muito bem o contexto em que se deu a edição da LSA e que, de fato, exigiam a regulação por um novo diploma: “(O) predomínio da grande empresa na vida econômica moderna e a visão da sociedade anônima como instrumento jurídico ideal para sua organização; a distinção entre companhias abertas e fechadas, a separação entre propriedade e gestão e a responsabilidade social da grande empresa; a tendência para a universalização na regulação das companhias e o surgimento da empresa multinacional; o fenômeno da concentração empresarial, seja através das fusões e incorporações (concentração na unidade), seja através dos grupos societários (concentração na diversidade) – estes totalmente alheios às previsões do legislador de 1940; o aparecimento de novos contratos relativos à aquisição de ações; a eclosão das sociedades de economia mista” In *Conflito de interesses nas Assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1993, p.54.

quando colhido no seio das sociedades anônimas não tem sentido unívoco: como as relações interpessoais são complexas, também o são os interesses em jogo.

Note-se que ao tratar dos deveres do acionista controlador, a LSA em seu art. 116, parágrafo único, estabelece que este deve utilizar o seu poder com a finalidade de fazer realizar o objeto da companhia, tendo deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, os que trabalham na companhia, bem como a comunidade em que a sociedade atua, enfim, o legislador coloca sob a responsabilidade do acionista controlador a tutela de um conjunto de interesses, que pode-se conceituar como o interesse geral.

Por esta razão, ao tratar das modalidades de exercício abusivo do poder pelo acionista controlador (art. 117, § 1º), a LSA elenca como responsabilidade do controlador a proteção do objeto social, do interesse nacional, e, também, da economia nacional, dos acionistas minoritários, dos que trabalham na empresa, dos investidores em valores mobiliários emitidos pela companhia.

Dessa maneira, encontram-se gravitando no entorno das sociedades anônimas (i) os interesses dos acionistas considerados conjuntamente segundo demonstrado pelo princípio majoritário, bem como enquanto acionistas minoritários; (ii) o interesse dos administradores; (iii) o interesse dos credores; (iv) o interesses dos consumidores; (v) o interesse dos trabalhadores; e, ainda, (vi) o interesse público, que pode ser demonstrado de diversas formas, desde pelo correto pagamento de impostos, até pela preservação do meio ambiente. Enfim, existe um conjunto de interesses que não podem ser inadvertidamente enumerados.

CARVALHOSA²⁰⁹ entende serem três “as modernas funções sociais da empresa”: condições de trabalho e relações com os empregados, interesse dos consumidores e o interesse dos concorrentes.

O interesse dos acionistas se prende à realização de lucros, sendo em essência um interesse econômico, enquanto o interesse dos administradores está vinculado a sua própria remuneração, fixa e variável, direta e indireta, e à manutenção de sua posição, sendo impedidos de atuar quando em situação de conflito com o interesse da

²⁰⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, vol. 3, 5ª ed., São Paulo: Saraiva, 2011, p.336.

sociedade. Já os credores tem interesse na boa gestão da companhia e na manutenção de sua capacidade de pagamento.

Quanto aos trabalhadores, estes têm interesse na manutenção dos postos de trabalho e em saudáveis condições de trabalho, e o legislador, na reforma de 2001, incluiu o parágrafo único ao art. 140 da LSA prevendo a possibilidade do estatuto social da companhia prever a 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.

No que se refere ao interesse público, primordial interesse é o da preservação da empresa como demonstrado pela Lei 11101/05 que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Esta lei introduziu o procedimento de recuperação de empresas, em substituição à concordata, com o intuito de superar “a situação de crise econômico-financeira do devedor” promovendo a preservação da empresa, polo das atividades produtivas e de criação de emprego²¹⁰, princípio este implicitamente contido no art. 170 da Constituição Federal. O interesse público configura um limite à livre iniciativa.

Ressalte-se que as sociedades de economia mista somente poderão explorar os empreendimentos ou exercer as atividades previstas na lei que autorizou a sua constituição (art. 237 da LSA) enquanto seu acionista controlador, ainda que tenha os mesmos deveres e responsabilidades de qualquer acionista controlador (arts. 116 e 117), poderá orientar as atividades da companhia de modo a atender ao interesse público que justificou a sua criação, não se confundindo com o interesse público geral mencionado em outros pontos da lei societária.

Assim, quando se trata do interesse social, vige a obrigação de restringir a análise, pelo que se considera, segundo uma visão contratualista, o interesse da maioria dos acionistas, ou, segundo uma visão institucionalista, o interesse da sociedade como um todo.

²¹⁰ “Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”

Esses interesses, no mais das vezes, até para o bom funcionamento da sociedade são coincidentes, do contrário, pouco se justificaria acerca da manutenção destas empresas no mercado. No entanto, existem situações em que o conflito é inerente, restando aos administradores e ao controlador, a tomada da melhor decisão.

Dessa maneira, por exemplo, a necessidade de reinvestimento dos lucros para incremento das atividades da companhia é naturalmente contrária à distribuição de dividendos: ou se favorece a atividade desenvolvida e, quiçá, a permanência da companhia no mercado, ou se favorece o desejo dos acionistas de terem o retorno de seu investimento.

O tema interesse social, então, imbrica-se noutro emaranhado de temas que envolvem, tendo em vista o conflito referido acima, a capacidade da administração e os limites ético-legais impostos aos dirigentes e ao controlador, bem como a realização da função social da empresa.

Quando, pois, tratamos de interesse social, temos que ter em mente essa divisão no modo de encarar a sociedade: como fenômeno contratual ou como, para além dessa mera dimensão, como elemento próprio, institucional, na sociedade. Isso não quer dizer que não se enxergue, nessa última visão, a existência de um contrato primeiro a dar suporte para a toda a dimensão de relações que surgirão: está-se observando, de fato, que existe a personificação de um novo ente em sua inteireza, capaz até mesmo de estabelecer seus próprios interesses.

O liberalismo contratual, centrado na menor regulação estatal possível das atividades econômicas, cede a uma preocupação do Estado em limitar as liberdades, de maneira a preservá-las.

Dessa maneira, o institucionalismo, por considerar a formação de um interesse próprio da empresa e por conformá-lo com outros interesses que circundam a entidade, acaba por permitir a continuidade do sistema capitalista.

Observe-se que encarar a empresa sob o prisma institucionalista importa entender que os interesses egoísticos dos acionistas, em especial o interesse do controlador, nem sempre prevalecerá.

É certo que a sempre difícil busca da explicação do conceito de interesse social passa sempre por uma espécie de filosofia do direito societário, não raro enveredando para a ética das questões comuns a essa seara.

A teoria institucionalista é dividida em duas correntes: a teoria da *empresa em si* e a teoria da *pessoa em si*. Pela primeira, o interesse social seria identificado como próprio à empresa, no sentido de obtenção de maior eficiência produtiva, em que predomina a decisão dos administradores, no que respeita à gestão da companhia. Para esta corrente, a sociedade deve perseguir, também, os interesses dos trabalhadores, dos credores, dos consumidores e também os interesses públicos da comunidade. A segunda corrente, a da *pessoa em si*, considera que também a existência de um interesse autônomo, próprio à sociedade, mas sem levar em consideração um conjunto de sujeitos (e interesses) no entorno da empresa: daí o comando dos acionistas votarem sempre no interesse da sociedade²¹¹.

Segundo CARVALHOSA²¹², a figura do acionista controlador na LSA brasileira, se filia à teoria da empresa em si, em que importa a realização do objeto, não prevalecendo a maximização de lucros.

Obviamente que, conforme afirmado acima, o interesse social poderá ser coincidente com o interesse da maioria dos sócios, nos limites do princípio majoritário. Mas, não necessariamente porque o são desde o início de uma assembleia, mas porque incumbirá aos acionistas, reunidos em assembleia, encontrar esse interesse.

Certo é que o institucionalismo, por dar relevância ao concerto de interesses que gravitam a sociedade, necessita que estes sejam bem delimitados e não haverá meios para que os interesses sejam completamente identificados se não se tiver clara a atividade da sociedade. Uma vez que não se precise qual a atividade desenvolvida, não se sabe quais os limites da companhia, tampouco, quem são os agentes de mercado diretamente atingidos pela sua atuação. Com efeito, a correta e precisa delimitação do objeto social se fazem necessárias para a aferição tanto do interesse social, quanto do interesse geral.

²¹¹ Cf. TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A tutela das minorias nas sociedades anónimas*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004, p. 169.

²¹² Op. cit. (vol.2), p. 585.

VI.4 Objeto social e subcapitalização

A temática do objeto social, conquanto envolva a análise da atividade empresarial, faz necessária a análise da capacidade financeira da companhia. Há uma inegável relação entre a atividade escolhida e a capitalização adequada para o seu desenvolvimento. Certo é que essa relação não é estática, mas varia de companhia para companhia, ainda que estejam todas dentro do mesmo setor.

Essa preocupação é deveras antiga, de maneira que muitos foram os autores que defenderam a necessidade de estabelecer um capital social mínimo para as companhias abertas²¹³, tanto assim que Philomeno Joaquim da COSTA afirmava que a sociedade por ações servia ao desenvolvimento de atividades de grande porte, que implicavam aplicação de grandes somas, devendo, para tanto, ser adequadamente capitalizada²¹⁴.

Se aqui não existe²¹⁵, como existe alhures²¹⁶, a obrigação de que determinados tipos societários sejam constituídos com capital mínimo, vige, para algumas atividades, de determinados ramos da economia, a obrigação de apresentarem um determinado capital social mínimo, assim, por exemplo, com a atividade bancária.

Entretanto, deve ser pontuado que o modelo de companhia aberta foi criado para que, uma vez valendo-se do apelo à poupança popular, pudesse ser utilizado para o desenvolvimento de atividades de maior porte. Assim observa-se na análise que foi realizada no segundo capítulo, quando tratamos da evolução das sociedades.

²¹³ Para uma análise mais aprofundada da efetividade das teorias de capital mínimo, ver LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*, Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Mestre em Direito Comercial, pp. 51 e ss.

²¹⁴ In *Anotações às companhias*, vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980, p. 131.

²¹⁵ Em verdade a CVM poderá subordinar o registro de uma distribuição pública de valores mobiliários a que a companhia emissora possua determinado capital mínimo, nos termos do art. 19, § 6º da Lei 6385/76, ainda que jamais o tenha feito.

²¹⁶ O artigo 6º da Segunda Diretiva sobre Sociedades estipula que “para a constituição da sociedade ou para a obtenção da autorização para iniciar as suas atividades, as legislações dos Estados-membros devem exigir a subscrição de um capital mínimo que não pode ser fixado em montante inferior a 25000 A3ECUS”. Observe-se que essa unidade monetária é uma unidade de conversão estipulada na Decisão Nº 3289/75/CECA da Comissão, de 18/12/75, relativa à definição e à conversão da unidade de conta a utilizar nas decisões, recomendações, pareceres e comunicados nos domínios do Tratado que institui a Comunidade Européia do Carvão e do Aço, disponível no site:

http://eur-lex.europa.eu/smartapi/cgi/sga_doc?smartapi!celexplus!prod!CELEXnumdoc&numdoc=31975S3289&lg=pt, consultado em 21/07/12.

E não parece haver dúvidas de que, exatamente por isso, a cláusula do objeto social exige, para seu devido aperfeiçoamento, uma capitalização adequada da companhia. Fábio Konder COMPARATO²¹⁷, por exemplo, assevera que a jurisprudência alemã e estadunidense atribui ao administrador a responsabilidade pelos débitos sociais no caso de insuficiente capitalização da empresa, já que tal ato constituiria um risco criado deliberadamente contra terceiros.

Da mesma forma, na Itália, os tribunais têm entendido que a insuficiente capitalização da empresa importa em nulidade do ato constitutivo da sociedade, por impossibilidade de cumprimento do objeto.

A companhia aberta obriga a estruturação de organização mais sólida, exigindo assim um maior controle acerca de publicidade dos atos e fiscalização da gestão. Essa estrutura mais sólida advém exatamente como contrapartida à limitação da responsabilidade dos acionistas, em especial o controlador, ao montante da parcela do capital social que possuem.

Ora, o risco da atividade empresarial que exceda o limite abarcado pela capacidade financeira da companhia acaba sendo transferido a terceiros (fornecedores, trabalhadores, bancos e aqueles que por alguma razão fizeram empréstimos à empresa). Note-se aqui que não se afirma aqui que os capitais devam ser efetivamente da companhia, até porque não existem comprovações de uma relação ideal entre capitais próprios e terceiros que seria suficiente para o funcionamento regular e contínuo da companhia.

Observe-se, no entanto, que não é qualquer subcapitalização que dará causa à nulidade do estatuto social, mas tão-somente aquela que importe em clara impossibilidade do objeto, não bastando que seja este difícil de se realizar.

Sabe-se que nosso sistema permite a livre escolha do objeto social e da estrutura social adotada, não restringindo o tipo “sociedade anônima” aos investimentos de grande soma. Isso não obstante, deve ser exigido dos sócios que, para o desenvolvimento de suas atividades, procedam à compatível capitalização da companhia, em respeito ao princípio da adequação do capital social.

²¹⁷ In *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, pp. 343-346.

Na hipótese da companhia não possuir capacidade financeira apta a implementar adequadamente a atividade a que se propõe, ou ainda apta a suportar os riscos que essa atividade gera, a companhia será considerada como em situação de subcapitalização.

Gustavo Saad DINIZ²¹⁸, em obra específica sobre o tema, contrapõe duas formas de subcapitalização: a nominal e a material. Para o autor, entende-se por subcapitalização nominal aquela na qual o sócio se torna credor da sociedade quando empresta dinheiro à esta para que ela cumpra o seu objeto social. Nesse caso, os sócios passam a concorrer com os demais credores sobre o acervo patrimonial da companhia, na hipótese de crise desta. O efeito pernicioso dessa situação está em que o sócio pode ter a vantagem de determinar a preferência do adimplemento do seu crédito.

No caso da subcapitalização material, o capital aportado à sociedade é totalmente incoerente frente à atividade que deveria exercer, de maneira que há transferência dos riscos do empreendimento que os sócios deveriam correr para os credores. Nesse caso, DINIZ dirá que há uma insuficiência de capitais próprios e a utilização de capitais de terceiros em desequilíbrio com os capitais próprios²¹⁹.

SALOMÃO FILHO, inspirado na doutrina alemã, distingue dois tipos de subcapitalização: a simples, representando os casos menos evidentes, em que se deve perquirir o elemento volitivo dos sócios no momento da capitalização da companhia, e a qualificada, em que a subcapitalização é ostensiva, denotando que a sociedade não tem condições de desenvolver o objeto social. Afirma o autor que o sócio não deve responder por uma eventual subcapitalização da sociedade precisamente pelo fato de que, em razão de inexistir a exigência de um capital mínimo, não há parâmetro para estabelecer o que seria uma capitalização adequada, objetivamente. A responsabilização só ocorreria no caso de subcapitalização qualificada.²²⁰

Fábio Konder COMPARATO entende que a subcapitalização é sim um fato imputável aos sócios, mais especificamente ao controlador, porquanto é dever dele prover

²¹⁸ In *Subcapitalização societária*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor, 2007, pp. 155-156.

²¹⁹ Idem, pp. 175-177.

²²⁰ In *O Novo Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2002, pp. 90-91.

o capital adequado para que a companhia exerça suas atividades. Com efeito, afirma o autor que não compete a ele fazer empréstimos à sociedade em momentos de crise, e sim proceder ao aumento de capital, subscrevendo novas ações, do contrário ele apenas estará se furtando ao risco do investimento²²¹.

Assim, é possível afirmar que, havendo incapacidade da sociedade de exercer a atividade que foi descrita no objeto social, isto é, assim que demonstrada, no caso concreto, a sua situação de subcapitalização, é possível afirmar o descumprimento do contrato, do estatuto social, pela impossibilidade de realização do objeto da sociedade.

²²¹ In ob. cit., p. 370.

Capítulo VII. Risco e instrumentos financeiros

O mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, em uma conceituação mais acurada, no que respeita ao esquema de detenção da propriedade dos bens escassos na economia, consiste num meio para a transferência da riqueza dos poupadores aos tomadores de recursos.

Nesse sentido, do ponto de vista das necessidades de financiamento da empresa o mercado de capitais tem papel especial, posto ser fonte direta de recursos para a companhia. É assim denominada direta, porque livre da intermediação de agentes financeiros, já que transacionado diretamente entre as partes fornecedora e tomadora de recursos²²².

Entre os produtos oferecidos pelo mercado de valores mobiliários, estão os instrumentos derivativos, também denominados instrumentos financeiros. Várias são as funções exercidas por tais instrumentos, a principal, entretanto, parece ser a de administração dos diversos riscos a que estão submetidas as companhias²²³.

A definição conceitual desses instrumentos costuma ser uníssona na doutrina, mas, aqui ficaremos com uma que encerra completude e precisão: “*um conjunto de instrumentos juscomerciais heterogêneos susceptíveis de criação e/ou negociação no mercado de capitais, que têm por finalidade primordial o financiamento e/ou a cobertura do risco da actividade econômica das empresas*”²²⁴.

Ora, instrumentos de função tão relevante, não podem ficar isentos na análise do objeto social desde o ponto de vista da atividade econômica efetivamente desenvolvida pela empresa.

Com efeito, a disseminação das operações com instrumentos financeiros, bem como a crescente criatividade na estruturação de produtos cada vez mais complexos,

²²² Cf. LOPES, Alexsandro Broedel, GALDI, Fernando Caio e LIMA, Iran Siqueira. *Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 7. Em tempo: os autores denominam os poupadores como agentes econômicos superavitários e os tomadores como agentes econômicos deficitários.

²²³ Cf. YAZBEK in ob. cit., p. 99.

²²⁴ ANTUNES in ob. cit., p. 7.

em especial depois de agravantes como a crise de 2008, prescinde de uma análise, para sua correta aplicação, da pertinência que apresentam com o objeto social.

É, pois, o que se pretende desenvolver nesse capítulo.

VII.1 A inovação financeira

Desde que a produção humana gerou excedentes e a troca de bens passou a ser um meio de aquisição destes, o homem vem criando instrumentos de facilitação da circulação de bens e riqueza na economia. Daí, pois, a criação da moeda²²⁵ e todos os instrumentos que de alguma maneira vieram substituí-la, contribuindo para a estruturação do fenômeno da inovação financeira.

Esses tempos de crise financeira, no entanto, tem feito crescer alguns equívocos acerca do debate em torno da inovação financeira: o de sua perversidade, em que alguns a enxergam como grande culpada da crise financeira internacional de 2008, da pós-modernidade financeira, que vê as inovações como fenômeno característico da globalização, e do *laissez-faire*, em que as inovações financeiras como resultado da falta de regulação.

É preciso ter em mente que a inovação financeira vai muito além de possíveis irregularidades como a fraude e os subterfúgios legais. Em geral o processo de inovação financeira advém da necessidade de resposta a exigências concretas e legítimas do mercado.

Entre essas exigências, além da corrente necessidade de criação de mercado como forma de sobrevivência dos próprios agentes do mercado com a consequente criação de produtos destinados a atender preferências de determinados segmentos, certamente tomam lugar o esforço para a minimização dos custos de transação, aos quais fizemos referência acima; a busca por diminuição dos impactos tributários; e a necessidade de corresponder a determinadas limitações regulatórias.

²²⁵ Em verdade a gama das funções e a importância da moeda ultrapassam os anseios do presente trabalho e não serão aqui tratadas. Ficamos aqui com a noção mais singela, mas não irreal, da moeda como instrumento de facilitação da circulação de riqueza na economia.

Como afirmamos acima, o processo de inovação financeira tem gênese milenar e certos aspectos de sua dinâmica estrutural são historicamente recorrentes.

Nessas estruturas, a competição dos mercados apenas funciona como combustível a acelerar o processo criativo. Não raro, esse ambiente de competição é estimulado pela fuga das amarras regulatórias, de sorte que a reação representada pelas referidas inovações geram soluções (produtos) com perfis totalmente diversos daqueles a que estão acostumados os reguladores.

Esse processo de inovação financeira e resposta regulatória tem marcado a relação entre regulação jurídica e criatividade do mercado: um ciclo constante de condicionamento legal e resposta criativa e vice versa.

O escopo da regulação é o acondicionamento legal dos fenômenos concretos e analisados estaticamente. Vale dizer: a área de atuação da regulação é definida como se fosse uma fotografia tirada num determinado momento do mercado. Quando, pois, tornam-se obsoletas, as normas são reformuladas dando novo movimento ao mencionado ciclo.

Por fim, muitas vezes a inovação financeira provém da regulação financeira. Ao invés de induzidas, são arquitetadas pelo regulador. São inovações financeiras desejadas, incentivadas e planejadas pelos reguladores nacionais.

A expansão do movimento de inovação financeira ganha nova dimensão com a globalização dos mercados financeiros. Assim, soluções estruturadas nos mercados mais aquecidos rapidamente chegam aos de menor porte. Esse processo usualmente segue o padrão de utilização de estruturas jurídicas diferentes para realizar as mesmas funções econômicas.

Os grandes exemplos do processo de inovação financeira são os instrumentos financeiros, em especial os derivativos. Analisaremos a seguir os principais representantes desta categoria passando, antes, pela análise da escala evolutiva dos títulos de crédito e dos valores mobiliários.

VII.2 A evolução dos valores mobiliários

A evolução dos títulos de crédito como instrumentos de mobilização do crédito e transferência de recursos entre poupadores e tomadores ganha outras feições com o aparecimento dos valores mobiliários.

A resposta dada a um movimento dos comerciantes ansiosos pela desmaterialização dos títulos responsáveis pela movimentação financeira foi a criação de um instrumento, de nível contratual, cujo grande escopo foi o de materializar direitos, dos mais variados níveis, sempre pautados nos lucros de um empreendimento comum.

Resgatamos no primeiro capítulo desta tese, o surgimento do precedente das sociedades anônimas e observamos nele a existência de um título que garantia ao seu proprietário direito de participação tanto na vida política, quanto nos resultados do empreendimento.

A sistematização jurídica desses títulos, no entanto, só vai encontrar lugar nas primeiras décadas do século XX, nos Estados Unidos. Assim, LEÃES²²⁶, em artigo seminal, escrito ainda sob a égide da Lei 4728/65, descreve o conceito norte-estadunidense de “security” para, em seguida, destrinchar seus elementos:

“O termo *security* compreende toda nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito de participação de lucro, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de títulos, co-propriedade de direitos minerários e petrolíferos, e, de uma maneira geral, todo o instrumento ou o direito comumente conhecido como *security*, ou ainda, todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito à subscrição e opção referentes aos títulos e valores acima mencionados.”

²²⁶ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro, in Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, Ano XIII, 1974, nº 14, pp. 41-60.

Após anotar que a definição de *security* é apenas exemplificativa e que inclui o seu próprio, LEÃES apresenta a fórmula geral, pela qual *security* é a transação em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum com a expectativa de obter ganhos com os esforços do captador dos recursos ou de terceiros.

A jurisprudência veio posteriormente a flexibilizar a interpretação de “esforços de terceiros”, no intuito de serem evitadas fraudes. O autor destaca, ainda, o caráter público da colocação dos valores que está contido na definição. Assim, transações privadas são dispensadas do registro da distribuição, reconhecendo a dificuldade de sua caracterização.

Em resumo, para a identificação de um *security* no direito norteestadunidense, é necessário que a pessoa entregue recursos a uma outra pessoa com o propósito de fazer um investimento, isto é, de aplicação de capital em um determinado meio produtivo, esperando extrair dali uma remuneração. À definição não interessa como o investimento será formalizado, fato é que é salutar que vários investidores realizem um investimento comum, com a expectativa de ganho originado dos esforços de outra pessoa que não o próprio investidor.

Sob a inspiração do conceito de *security* foi definido o conceito brasileiro de valor mobiliário, consoante a Mensagem nº 203 do Ministério da Fazenda encaminhando o projeto de lei que resultou na Lei 6385/76, instituindo a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, com a função de disciplinar o mercado de títulos privados - ações, debêntures e outros - sob a orientação e coordenação do Conselho Monetário Nacional. O campo de ação da CVM abrangia as companhias abertas, os intermediários e outros participantes do mercado, como auditores independentes das companhias abertas, analistas de valores mobiliários e administradores de carteiras de valores mobiliários de terceiros.

Dessa forma, em 1976, conforme art. 2º da Lei 6385/76, foram nominados os seguintes valores mobiliários:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - os certificados de depósito de valores mobiliários;

III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.”

Foram explicitamente excluídos de tal definição os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. Aliás, curiosamente, a lei bancária veda às instituições financeiras a emissão de debêntures.

MATTOS FILHO²²⁷, ao tratar do conceito de valores mobiliários, entende que a regulação do mercado de capitais adveio da impossibilidade de o investidor ter em mãos as informações necessárias quanto ao risco do investimento que permitisse uma tomada de decisão fundamentada, atentando para a diversidade dos títulos de crédito de massa que foram criados para financiar as companhias com a característica de terem vencimento a longo prazo.

Em verdade, a definição legal dos valores mobiliários já continha o elemento instrumental e, assim, o citado art. 2º se refere à competência da CVM uma vez que não são alcançáveis pela CVM, por exemplo, uma companhia fechada, suas ações e títulos de dívida distribuídos privadamente. Dessa forma, a distribuição pública de um título tende a atrair a regulação estatal com a finalidade de proteger a poupança popular.

O legislador adotou, também, outros mecanismos para a criação de valores mobiliários. Assim, o Decreto-lei 2286/86 definiu os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários como valores mobiliários, sendo a primeira referência ao mercado futuro na legislação pátria. As Leis 8313/91, 8668/93 e 8685/93 criaram, respectivamente, os seguintes valores mobiliários: quotas dos Fundos de Investimento Cultural e Artístico - FICART e dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Certificados de Investimentos Audiovisuais.

Lembre-se, ainda, a Lei 10198/01 (conversão das MPs 1637, 1742, 1844 e 2110-39) que definiu como valores mobiliários os títulos ou contratos de investimento

²²⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: RT, n. 59, set. 1986, p. 45.

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

Tal iniciativa decorreu do caso “Boi Gordo” em que mais de 30.000 investidores compraram “contratos de parceria” distribuídos publicamente ao largo da lei, por falta de uma definição legal mais abrangente de valor mobiliário.

Note-se que para atender à dinâmica do mercado de capitais, ao Conselho Monetário Nacional foi dada competência para definir com valores mobiliários outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas. E a definição pelo CMN levava o título para a esfera de atuação da CVM.

O CMN definiu como valor mobiliário a Nota Promissória Comercial (Resolução nº 1723/90), os Certificados Representativos de Contratos Mercantis de Compra e Venda a Termo de Mercadorias e de Serviços (inicialmente somente de energia elétrica pela Resolução nº 2405/97) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI (Resolução nº 2517/98) de que trata o art. 6º da Lei 9514/97.

Com a promulgação da Lei 10303/01, o conceito de valor mobiliário foi alargado, sendo as diversas alterações da regulação incorporadas ao art. 2º da Lei 6385/76, que passou a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Dessa forma, a relação dos valores mobiliários original, além de ter sido ampliada, passou a incluir distintos instrumentos financeiros que passam ao largo da idéia de título de massa, homogêneo, de longo prazo, incluindo-se um dispositivo abrangente inspirado no conceito de *security* norte-estadunidense (inciso IX).

Em verdade, a nova definição do art. 2º da Lei 6385/76 veio trazer para o âmbito da CVM a regulação dos derivativos como um todo, bem como dos fundos de investimento, independentemente dos ativos por eles detidos.

Cabe uma pequena digressão a respeito da regulação dos fundos de investimento. O primeiro que se tem notícia no Brasil foi o Fundo Crescincó, em 1957, que, sem regulamentação específica, utilizou a lei dos condomínios. Em 1965, a Lei 4728 determinou que a administração de Fundos em Condomínio para aplicação de capital em Carteira diversificada de títulos ou valores mobiliários dependia de autorização prévia do BACEN, a quem também cabia a fiscalização. Já em 1967, o Decreto-lei 157 criou um incentivo fiscal com a possibilidade da utilização de 10% (pessoa física) e 5% (pessoa jurídica) do Imposto de Renda a pagar para aplicação em Fundos de Ações, os tão conhecidos Fundos 157.

Posteriormente, a Resolução CMN 131/70 determinou que a constituição de Fundos Mútuos de Investimento dependia de autorização prévia do BACEN e a Resolução CMN 145 aprovou a regulamentação dos fundos sob a forma de condomínio aberto,

permitindo que os cotistas, a qualquer tempo, solicitassem o resgate de suas cotas. Cabe esclarecer que nos fundos de condomínio fechados o resgate se dará ao término do prazo de duração do mesmo ou, excepcionalmente, quando de sua liquidação.

Em 1983 a Resolução CMN 817, por seu turno, determinou que a constituição de Fundos Mútuos de Investimentos dependeria de autorização prévia do BACEN, após consulta à CVM. A Resolução CMN 961, editada em 1984, manteve a determinação de que a constituição de Fundos Mútuos de Investimentos dependeria de autorização prévia do BACEN, após consulta à CVM, mas também aprovou a regulamentação dos fundos e criou a classificação em 2 categorias básicas: Fundos Mútuos de Ações, em que pelo menos 70% das aplicações do fundo deveriam ser em ações não resgatáveis; e Fundos Mútuos de Renda Fixa, em que no máximo 10% das aplicações do Fundo deveriam ser em ações não resgatáveis (percentual zerado pela Resolução CMN 1022). Em 1986 a Resolução CMN 1199 autorizou a constituição de Fundos de Aplicação de Curto Prazo, nos termos da regulamentação a ser baixada pelo BACEN.

Em 1987 ocorreu uma mudança de orientação na regulação. A Resolução CMN 1280 determinou que a constituição de Fundos Mútuos de Ações dependia de autorização prévia da CVM e que as propostas de alterações na composição da carteira dos fundos deveriam ser formuladas por meio de voto conjunto da CVM e do BACEN. Já em 1991 a Resolução CMN 1787 autorizou a constituição de fundos de aplicação financeira, nos termos da regulamentação que seria editada pelo BACEN, bem como a constituição de Fundos Mútuos de Ações por autorização prévia da CVM, que passou a regular a matéria por suas Instruções, sendo a primeira a de número 148 de julho de 1991.

Dessa forma, a CVM desde 2002, com a entrada em vigor da Lei 10303, é o único órgão regulador para toda a indústria de fundos de investimento no Brasil, centralizando o envio das informações de fundos para um único ente estatal.

Interessante discussão se travou quanto a necessidade de registro na CVM de todo e qualquer fundo de investimento, no âmbito julgamento do Processo RJ2005/2345²²⁸, de relatoria do então Presidente Marcelo Trindade. Foi entendido que o conceito de valor mobiliário deve envolver apelo à poupança pública, inclusive no que se

²²⁸ Julgado em 21/02/06.

refere às cotas de fundo de investimento, não sendo vedada a colocação privada dessas cotas.

O Relator comentou que os fundos de investimento podem ser criados nos termos da lei civil, o que não permitiria “a livre alienação das frações do patrimônio sem direito de preferência (Código Civil, art. 1.322), a organização do condomínio sob um regime padronizado e regulamentar, com administração profissional (Lei 6.385/76, art. 23), a faculdade de captação de recursos e o conseqüente aumento do patrimônio, com agregação de novos condôminos, sem autorização dos anteriores e, no caso dos fundos abertos, o direito dos condôminos resgatarem sua parcela de patrimônio, sem que se extinga o condomínio (Código Civil, art. 1.320).”, concluindo que “a existência de uma regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios, o que faz com que, na prática, mesmo os fundos de investimento que não se destinam a posterior distribuição pública de cotas prefiram obter registro na CVM.”

Em conclusão foi deliberado que toda colocação de cotas de fundos registrados na CVM é necessariamente pública, sendo necessária a intervenção de instituição intermediária, que decorre de comando legal do art. 19 da Lei 6385/76.

Com a alteração do conceito, outras questões foram levantadas no âmbito da CVM.

Em 2003 foi apreciada pelo Colegiado da CVM consulta da Prefeitura da cidade de São Paulo²²⁹ sobre a possibilidade dos Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACs²³⁰ serem caracterizados como valores mobiliários.

Tais títulos, de emissão do município, podem ser utilizados diretamente no pagamento das obras da operação urbana ou alienados em leilão e têm como característica a livre negociação, sendo conversíveis em direito de construir unicamente na área objeto da operação (art. 34, § 1º) quando da apresentação do pedido de licença para construir (art. 34, § 2º).

²²⁹ Processo CVM RJ2003/0499, julgado em 28/08/03.

²³⁰ Lei 10257/01: “Art. 34. A lei específica que aprovar a operação urbana consorciada poderá prever a emissão pelo Município de quantidade determinada de certificados de potencial adicional de construção, que serão alienados em leilão ou utilizados diretamente no pagamento das obras necessárias à própria operação.”

O caso teve como relator o diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos que concluiu que “os elementos presentes nos CEPACS os aproxima mais das características dos valores mobiliários tradicionais do que dos derivativos tradicionais. Nesse sentido, diferentemente dos derivativos tradicionais não há liquidação por diferença, não há contrato, não há possibilidade de reversão, mas sim de alienação, não se cuida de contrato, mas de certificado, etc.”, entendendo que independentemente do enquadramento, o CEPAC é valor mobiliário a merecer regulação própria. No dizer do relator “os CEPACS reúnem outras características que são próximas, senão próprias, dos valores mobiliários tradicionais: (i) a existência de uma emissão, com captação de recursos para financiar uma atividade; (ii) a existência de um certificado, que corporifica e externa os direitos oriundos do CEPAC, permitindo a circulabilidade e transmissão mediante tradição e não cessão de direitos; e (iii) a negociação em um mercado secundário.”

Recorde-se que em 2001 foi introduzido o § 3º ao art. 2º da Lei 6385/76 dando poderes à CVM para exigir que os emissores de valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade anônima, o que indica que os mesmos podem não o ser, como é o caso dos emissores de CEPAC, as prefeituras.

Dessa forma, considerando que os CEPACs são títulos alienáveis em leilão público, que geram direito de parceria e que seus rendimentos advêm do esforço de terceiros, bem como a missão da CVM de proteger os investidores, foi editada a Instrução CVM 401/03 regulamentando a matéria.

Em 2008²³¹, com voto condutor do diretor Marcos Barbosa Pinto, o Colegiado da CVM decidiu, por unanimidade, considerar que cédulas de crédito bancário – CCBs²³² são consideradas valores mobiliários, com previsão no inciso IX do art. 2º da Lei 6385/76, “caso a instituição financeira em favor das quais elas foram emitidas: (i) realize uma oferta pública de CCBs; e (ii) exclua sua responsabilidade nos títulos”.

No entanto, caso as CCBs não sejam objeto de oferta pública ou, ainda, se a instituição financeira permanecer responsável pelo seu adimplemento, as mesmas não serão

²³¹ Processo CVM RJ2007/11593, julgado em 22/01/08.

²³² Lei 10931/06: “Art. 26. A Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito, de qualquer modalidade.”

consideradas valores mobiliários e, portanto, não estarão sob a égide da CVM, tal e qual os certificados de depósito bancário - CDBs.

Outra questão polêmica no âmbito da CVM foram as Reduções Certificadas de Emissão – RCEs, os chamados créditos de carbono e produtos que derivam de créditos de carbono²³³, concluindo-se, em linha com o diretor relator Otavio YAZBEK, que “os créditos de carbono não são valores mobiliários, mas sim meros ativos cuja comercialização pode ocorrer para o cumprimento de metas de redução de emissão de carbono ou com o objetivo de investimento.”

Entretanto, no que se refere a produtos derivados de créditos de carbono, foi deliberado a análise de cada caso isoladamente.

De início foi dito que os créditos de carbono não se caracterizam como derivativos uma vez que são negociados os próprios ativos-objeto, inexistindo ativo subjacente. Trata-se de “meio alternativo de cumprimento de um determinado tipo de obrigação”, não se confundindo com operação de *hedge*.

Diferentemente dos CEPACs e dos CCBs, foi entendido não existir a manutenção de vínculo entre o adquirente de uma RCE e o agente econômico que implantou o projeto de Mecanismo de Desenvolvimento Limpo - MDL, bem como não caracterizando um investimento financeiro e, portanto, não se falar na caracterização dos créditos de carbono em si como valores mobiliários por força do inciso IX do art. 2º da Lei 6385/76.

Por fim, tratando da conveniência de definir os RCEs como valores mobiliários, considerando que os mesmos são ofertados de forma essencialmente privada e que são certificados por entidades específicas e que após sua emissão ficam desvinculados da instituição que implementou o correspondente projeto de emissão, tornando-se fungíveis entre si, foi entendido pelo Colegiado que “pouco ou nenhum benefício adviria para o público investidor caso se estendesse a competência da autarquia para abranger tais títulos.”

²³³ Processo RJ2009/6346, j. em 07/07/09.

VII.3 Os instrumentos financeiros

Quando se tratou dos contratos empresariais acima, foi pontuado que enquanto o contrato civil representa geralmente uma negociação voluntária entre partes em paridade, nos contratos empresariais essa volitividade e transação de interesses foram sendo gradualmente substituídas pelo estabelecimento de cláusulas contratuais gerais, ou seja, condições padronizadas dirigidas a uma massa indeterminada que só tem a decisão de aderir ao bloco ou não (contratos de adesão).

Conforme enfatizado, a comum atipicidade dos contratos empresariais acaba por consistir um pressuposto para a funcionalização da atividade empresarial, já que reúne imperativos de racionalização econômica, de redução de custos de transação (poupando tempo e recursos inerentes à contratação individual ao permitir uma adesão quase automática dos possíveis contraentes), de limitação dos riscos de transação (ao limitar a responsabilidade do empresário e estabelecer garantias para o aderente) e de segurança nas transações (exaurindo a regulação e completando lacunas jurídicas) imprescindíveis a grandes negociações, entendimento consolidado pela doutrina, jurisprudência e legislação.

Contudo, apesar de crucial ao desenvolvimento empresarial, o contrato de adesão encerra riscos e abusos a seus contraentes, tendo em vista a desigualdade de posição entre os contratantes (estando a empresa em situação técnica e econômica usualmente melhor que a do aderente, o que resulta em poderio desigual) e os mercados de monopólio ou oligopólio (em que não existem alternativas ao aderente que discorde das cláusulas estabelecidas), problemas esses que o ordenamento jurídico almejou solucionar.

Primeiro, cabe delimitar a matéria. Cláusulas contratuais gerais são definidas, na dicção de José A. Engrácia ANTUNES²³⁴, como “o conjunto de cláusulas negociais elaboradas sem prévia negociação individual que proponentes ou destinatários indeterminados se limitam a propor ou aceitar”.

Dessa maneira, se o contrato for estritamente composto por tais cláusulas, ou apresentar uma composição mista de cláusulas gerais e cláusulas de natureza individual, ele se sujeita ao correspondente regime jurídico dos contratos de adesão. Para Maria

²³⁴ ANTUNES, José A. Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009.

Helena DINIZ a proliferação dos contratos de adesão tornaram obsoletas as ideias de “liberdade de contratar” e da “igualdade das partes”, atendendo “os reclamos da ordem econômico-social do momento presente.”²³⁵. Tais cláusulas contêm elementos essenciais, que as caracterizam e devem sempre estar presentes (predisposição unilateral, generalidade, rigidez) e elementos naturais, que usualmente são encontrados, mas não são necessários (desigualdade dos contraentes, complexidade do contrato, standardização).

Concernente à aplicação do regime jurídico, objetivamente se enquadrarão nesse todas as cláusulas contratuais que correspondam à definição legal, independente da forma, teor, extensão ou autoria. No âmbito subjetivo, a aplicação cabe a qualquer espécie de pessoa, física ou não, mas aplica-se uma divisão em dois grandes grupos, já que o controle das cláusulas proibidas foi construído com base no *status* dos sujeitos das relações jurídico-contratuais. Essas relações comportam dois grandes grupos, os dos contratos comerciais puros (celebrados entre empresários ou entidades equiparadas) e contratos comerciais mistos (celebrados entre empresa/empresários, em polo passivo ou ativo, e consumidor final).

O objetivo do regime legal em questão é, basicamente, tutelar o aderente. Quanto à fase de formação do negócio, o proponente tem o dever de comunicar a inserção de cláusulas gerais em contrato singular e de informar o alcance dessas e a inexistência de cláusulas contratuais particulares prevalentes. Ainda, o risco de ambiguidade dessas corre por conta do proponente.

Quanto ao conteúdo das cláusulas, de forma geral, o princípio basilar que o permeia, assim como o de todos os contratos, é o da boa-fé objetiva. Em particular, a tutela é dividida nas duas categorias já mencionadas, os contratos comerciais puros ou bilaterais, e os mistos ou unilaterais.

Muitas vezes há uma relação de desigualdade entre as próprias empresas contratantes (de uma empresa de grande porte para uma de pequeno ou médio). Esses são os casos dos contratos comerciais bilaterais, que também podem incluir em seus sujeitos profissionais liberais. Nesses contratos, estão proibidas, entre outras, as cláusulas que

²³⁵ DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 4ª ed. ampl. e atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002), São Paulo: Saraiva, 2002, p.6.

excluam ou limitem a responsabilidade por danos causados à vida, à integridade moral ou física ou à saúde das pessoas, por danos patrimoniais extracontratuais na esfera do contratante ou de terceiros.

Já relativamente proibidas, nessa categoria de contratos de adesão, são as cláusulas gerais que predisõem prazos excessivos, em favor de quem as estabeleceu, para a aceitação ou rejeição de propostas, ou cumprimento, sem mora, das obrigações assumidas; as que imponham ficções de aceitação de manifestação de vontade ou penas desproporcionais aos danos a ressarcir; e aquelas que investem previamente o predisponente em poderes decisórios ou estatutos jurídicos excessivos, conferindo-lhe posição substantiva (denúncia sem aviso prévio, alteração das prestações) ou adjetiva (foro aplicável) injustificada perante o aderente.

Os contratos de adesão unilateralmente mercantis, celebrados entre empresários e consumidores, também têm suas cláusulas gerais absolutamente proibidas e as relativamente vetadas. As proibidas em absoluto concernem a direitos e deveres contratuais que visam minimizar as obrigações do predisponente ou excluir garantias legais de prestação isenta de vícios de modo a afetar a obtenção concreta dos consumidores finais dos bens ou serviços contratados, como não limitar ou alterar as obrigações assumidas na contratação por quem as dispôs, e cláusulas relativas às garantias do consumidor, com a finalidade de redistribuir riscos, sejam contratuais, em sede probatória ou em sede de resolução de conflitos.

As cláusulas relativamente proibidas nesse tipo de contratos são as que determinam prazos muito longos para a vigência ou denúncia contratual; permitam o predisponente denunciar ou resolver o contrato sem aviso prévio ou justificativa legal; atribuam a ele o poder de alterar unilateralmente os termos do contrato; afastem sem justificativa as regras concernentes a prazos para exercício de direitos emergentes dos vícios de prestação ou ao cumprimento defeituoso; imponham antecipações de cumprimento exageradas, assim como fixem horários, locais ou modos de cumprimento sem propósito ou conveniência; estipulem que a fixação de preço seja feita na data de entrega, contudo impedindo o direito de resolução do contrato pela contraparte em caso de preço muito maior que o esperado; caso contrato de prestação sucessiva, permitam a elevação de preços exagerada ou dentro de prazos curtos; impeçam a denúncia imediata do

contrato quando as elevações de preço assim o justifique; as que injustificadamente impeçam reparações ou fornecimentos por terceiros; estabeleçam garantias desproporcionais ao valor assegurado; ou exijam formalidades ou comportamentos supérfluos e não previstos em lei.

Os instrumentos financeiros são classificados, via de regra, em não derivativos, títulos de dívida públicos e privados e ações, por exemplo, e os chamados de derivativos²³⁶. Tais contratos derivativos criam direitos e obrigações com base em ativos subjacentes e seu valor é diretamente derivado do valor dos ativos sobre os quais se baseiam, sem a transferência de propriedade.

SWAN²³⁷ afirma que já na antiga Mesopotâmia existiam contratos derivativos entre particulares, funcionando os templos como armazéns e, também, na fixação de medidas de qualidade das mercadorias. Comenta, ainda, que a referência ao mercado japonês do século XVII ou à Chicago Board of Trade (CBOT) do século XIX se refere a contratos passíveis de negociação, aqueles que podem ser transferidos antes da data da liquidação. O mesmo autor ensina que o termo “instrumento derivativo” mais conhecido como “derivativo” somente foi usado recentemente no início da década de 1980 tendo sido usado pela primeira vez em 1982 em um julgamento na New York Federal Court no caso *Am. Stock Exch. v. Commodity Futures Trading Commission*. Posteriormente, no mesmo ano, uma decisão da US Seventh Circuit Court of Appeals chamou os contratos futuros e de opções de “instrumentos derivativos”.²³⁸

GORGA²³⁹, em interessante artigo, citando a *Futures Industry Association*, informa de indícios de transações a futuro desde 2000 a.C. e que o Ágora, em Atenas, e o Fórum de Roma “eram grandes entrepostos de atividade mercantil.

²³⁶ Para uma explanação didática sobre o tema ver LOPES, Alexandre Broedel, GALDI, Fernando Caio e LIMA, Iran Siqueira. *Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos: CPC 38, CPC 39, CPC 40, OCOC 3, IAS 39, IAS 32, IFRS 37, normas da Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central do Brasil e Receita Federal do Brasil*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

²³⁷ SWAN, Edward J. *Building the global market: a 4000 year history of derivatives*. Londres: Kluwer Law International, 2000, pp. 27-28.

²³⁸ In ob. cit. p. 5.

²³⁹ GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado, in *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XXXVI, nº 112, out.-dez. 1998, pp. 157-248.

SZTAJN²⁴⁰, por seu turno, vê sua origem no documento “lettre de faire” um contrato a termo que previa a entrega de bens em data futura, citando, ainda, contratos futuros celebrados no Japão no século XVII. Tratava-se, de início, na negociação da oscilação de preços de ativos sem que ocorresse, em geral, a negociação física do bem com o objetivo de adequar o fluxo financeiro dos agricultores às variações decorrentes das características da produção agrícola. Hoje, muito ampliados, visam à proteção de riscos de variações de preços, câmbio, taxa de juros.

Para BERNSTEIN²⁴¹ os derivativos são instrumentos financeiros que não possuem valor próprio e são assim chamados por terem seu valor derivado do valor de outro ativo, que é o motivo de servirem tão bem para limitar o risco de inesperadas flutuações de preço de, por exemplo, mercadorias, moedas, juros ou ações, qualquer ativo cujo preço seja volátil.

Na esfera contábil os derivativos são definidos pelo Pronunciamento Técnico do Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº 38, em correlação às normas internacionais de contabilidade – IAS 39, aprovado pela Deliberação CVM 604/09, da seguinte forma:

“*Derivativo* é um instrumento financeiro ou outro contrato dentro do alcance deste Pronunciamento Técnico (ver itens 2 a 7) com todas as três características seguintes:

- (a) o seu valor altera-se em resposta à alteração na taxa de juros especificada, preço de instrumento financeiro, preço de mercadoria, taxa de câmbio, índice de preços ou de taxas, avaliação ou índice de crédito, ou outra variável, desde que, no caso de variável não financeira, a variável não seja específica de uma parte do contrato (às vezes denominada “subjacente”);
- (b) não é necessário qualquer investimento líquido inicial ou investimento líquido inicial que seja inferior ao que seria exigido para outros tipos de contratos que se esperaria que tivessem resposta semelhante

²⁴⁰ SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1998, pp.157-159.

²⁴¹ In ob.cit. pp. 304-305.

às alterações nos fatores de mercado; e

(c) é liquidado em data futura.”

Os contratos derivativos são negociados tanto na Bolsa quanto no mercado de balcão. Destaque-se que em regra os contratos negociados na Bolsa são padronizados. No caso de mercado de balcão, com ou sem registro, existe uma melhor adequação dos contratos às necessidades das partes. Por outro lado, por ser específico, tal contrato não será negociado com terceiros, enquanto o contrato padronizado tende a ser intercambiável, sendo o risco de contrapartida assumido pela entidade de compensação e liquidação.

O mercado de derivativos congrega as pessoas que buscam proteger (*hedge*) suas atividades dos riscos a que estão expostas, evitando a exposição a oscilações adversas de preços, e os chamados especuladores, agentes econômicos que, na busca de lucro, se dispõem a assumir tais riscos apostando na alta ou na baixa de preços de determinado ativo, provendo liquidez e transferindo o risco. Certo que o especulador ao assumir o risco arrisca-se a realizar um prejuízo. Doutra feita dois *hedgers* com riscos diametralmente opostos podem se encontrar no mercado, como, por exemplo, um importador e um exportador no mercado de câmbio.

Conforme definição contida na Instrução Normativa 25/01 da Receita Federal do Brasil, em seu art. 32, § 2º, consideram-se de cobertura (*hedge*) as operações destinadas, exclusivamente, à proteção contra riscos inerentes às oscilações de preços ou de taxas, quando o objeto do contrato negociado: (I) estiver relacionado com as atividades operacionais da pessoa jurídica; ou (II) destinar-se à proteção de direitos ou obrigações da pessoa jurídica.

Segundo HULL²⁴², as operações de *hedge* surgiram “pois os produtores queriam manter um preço para sua produção e os comerciantes queriam garantir um preço para obter tal produto”. O *hedge* envolve a proteção contra o risco de oscilação de preços, o risco de mercado. Assim, o agente que atua no mercado à vista assume uma posição oposta no mercado de derivativos, fixando o preço de forma antecipada, tornando sem efeito o impacto de futuras oscilações de preço, tanto para baixo como para cima. Dessa

²⁴² HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. Trad. Orlando Saltini. 5ª ed. São Paulo: BM&F e Cultura, 1998, p.7.

forma, o agente também abre mão de eventual ganho no caso da oscilação ser-lhe favorável.

O *hedge* pode ser realizado no mercado futuro e, também, no mercado a termo e no mercado de opções. No mercado futuro existe a chamada de margem diária o que equivale ao fechamento de todas as posições em aberto diariamente, reduzindo o risco de “default” a um dia. Dessa forma, diferentemente do mercado a termo, os contratantes iniciais não precisam levar o contrato ao vencimento. No mercado de opções o *hedge* pode ser realizado com operações envolvendo a compra ou venda de opções de compra ou de opções de venda.

Ainda segundo HULL²⁴³, os arbitradores formam um terceiro grupo de participantes dos mercados de derivativos. São aqueles que, aproveitando as imperfeições passageiras do mercado, lucram sem risco operando simultaneamente em dois ou mais mercados, como no mercado à vista e no mercado de derivativos, ou realizando a arbitragem entre diversos vencimentos futuros.

A liquidação por diferença caracteriza a possibilidade das contrapartes encerrarem a relação contratual sem a entrega física do bem objeto do contrato. Tal prerrogativa confere às partes o direito e/ou obrigação à uma prestação pecuniária diferencial, tendo em vista que o objeto é o pagamento da quantia monetária equivalente à diferença do valor de determinado ativo subjacente no momento da celebração e no da execução do contrato.

Tais contratos, chamados de diferenciais, são os únicos que têm tanto a causa como o objeto e os efeitos consistentes em puros fluxos financeiros decorrentes das oscilações do valor do ativo durante o período de vigência contratual. Só admitem liquidação financeira, e têm grande importância no setor de derivativos sobre ativos teóricos, nocionais ou virtuais, assim como no dos chamados ativos de terceira geração.

Por sua natureza essencialmente financeira e especulativa, semelhante aos contratos de jogo e aposta, os contratos diferenciais foram relegados ao campo das obrigações naturais por longo tempo.

²⁴³ In ob. cit., p.12.

Tal entendimento encontra-se alterado nos dias de hoje, em que seus fins de proteção contra o risco e de especulação, legítimas funções econômico-financeiras, são reconhecidas.

Para tanto, na reforma do Código Civil brasileiro, o legislador introduziu o art. 816 determinando que as disposições referentes a não obrigação de pagamento das dívidas de jogo ou de aposta “não se aplicam aos contratos sobre títulos de bolsa, mercadorias ou valores, em que se estipulem a liquidação exclusivamente pela diferença entre o preço ajustado e a cotação que eles tiverem no vencimento do ajuste”.

Atualmente, sua natureza negocial é predominantemente de derivativos de balcão organizado, consistindo em contratos concebidos e celebrados por intermediários financeiros especializados, mas recentemente foi admitida sua negociação em mercado organizado.

Quanto ao conteúdo, os contratos diferenciais podem ser distinguidos em próprios ou impróprios, conforme as partes acordem diretamente que a execução e liquidação do contrato se darão por puro pagamento diferencial ou efetuem a persecução do mesmo objetivo por meios indiretos, como pela conclusão de contratos a prazo sucessivos com liquidação física sobre o mesmo ativo e de sinal oposto (entre si e com terceiros). Há outros critérios de diferenciação, como a distinção entre contratos diferenciais patentes e ocultos, conforme a finalidade do contrato transpareça do acordo ou não, ou entre contratos diferenciais lícitos e ilícitos, mas o critério da pureza é o mais utilizado.

Fernando Albino de OLIVEIRA²⁴⁴ apresenta diferenças substanciais entre os contratos à vista, a termo, de opções e contratos futuros. O contrato à vista seria um contrato de compra e venda normal, de cumprimento imediato com pagamento e entrega do bem, enquanto o contrato a termo somente difere por ter sua liquidação em momento posterior ao da celebração. Já no contrato de opções são acordados tanto o preço quanto espécie, quantidade e data de entrega do bem e do pagamento subordinando-se a uma manifestação unilateral de vontade. Já os contratos futuros seriam categoria à parte,

²⁴⁴ In TOFANETO, Antonio. *Função econômica dos mercados futuros*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias de São Paulo, 1989, pp. 35-44.

qualificados como contratos atípicos, dada a inexistência de parte e contraparte nas operações realizadas em pregão de bolsa.

VII.3.1 Contratos a termo

O contrato a termo é definido pela BM&FBovespa como a compra ou a venda, em mercado, de uma determinada quantidade de ações, a um preço fixado, para liquidação em prazo determinado, a contar da data de sua realização em pregão, resultando em um contrato entre as partes. Os prazos permitidos para negociação nesse mercado é de no mínimo 16 dias e no máximo 999 dias corridos, podendo ser objeto de um contrato a termo todas as ações negociáveis nesse mercado a BOVESPA.

Em função do valor da ação no mercado à vista, do prazo e da taxa juros pactuada entre as partes é fixado o preço a termo.

As estratégias de um comprador de ações a termo pode ser proteger preços, caso tenha a expectativa de alta das cotações, diversificar riscos, obter recursos vendendo à vista e comprando a termo. Em geral, o vendedor objetiva realizar uma operação de renda fixa ao comprar a ação no mercado à vista e vender a termo sendo mais comum a liquidação no vencimento, podendo o comprador antecipar a liquidação.

VII.3.2 Contratos futuros²⁴⁵

O contrato de futuro é um instrumento financeiro, da classe dos derivativos, que serve como mecanismo jurídico-financeiro de compensação ou redução da exposição ao risco, especialmente por sua execução a prazo. Assim porque em razão do intervalo de tempo existente entre sua celebração e a data de seu vencimento, é possível a realização de *hedge* por seus negociadores.

²⁴⁵ Para uma exposição das características dos mercados futuros ver TEIXEIRA, Marco Aurélio. *Mercados futuros: características operacionais*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias&Futuros, 1992 e FORBES, Luiz F. *Mercados futuros: uma introdução*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1994.

Tal contrato confere ao titular o direito de comprar ou vender determinado ativo subjacente no mercado organizado (logo, sujeito às suas regras) por preço e data de vencimento predeterminado, e é executado mediante liquidação física ou financeira.

Todos os contratos são padronizados, ou seja, seu conteúdo encontra-se inteiramente determinado por cláusulas gerais próprias impostas pela entidade administradora²⁴⁶ do mercado onde são transacionados, a fim de garantir sua fungibilidade, liquidez e negociabilidade massificada.

Consoante SZTAJN²⁴⁷ os contratos futuros contribuem para a estabilização econômica sendo socialmente úteis, “servindo de *seguro de preço* para produtores e consumidores.”.

A classificação desses contratos pode ser feita levando-se em conta três características: sujeito, objeto e conteúdo.

Destarte, no que respeita aos sujeitos, a estrutura desses contratos é plurilateral típica, por envolver a intervenção dos investidores, dos intermediários financeiros (por serem negociados em mercado organizado) e da entidade gestora do mercado. O papel da entidade administradora, com efeito, é salutar: é ela quem fixa o conteúdo dos contratos e intermedeia as operações, atuando como contraparte central e obrigatória ao assumir a posição contrária a cada um dos comitentes.

Logo, apesar de, sob o prisma econômico, constituir uma transação única, a operação econômica corporificada no contrato futuro implica uma pluralidade de negócios autônomos e sucessivos, do ponto de vista jurídico.

Quanto ao seu objeto, na experimentada dicção de ANTUNES²⁴⁸, pode-se distinguir o objeto imediato, ou seja, o ativo subjacente, que é o referencial do cálculo das prestações contratuais, do objeto mediato do contrato, qual seja, as prestações contratuais propriamente ditas.

²⁴⁶ Nomenclatura conforme a Instrução 461/07 que disciplina os mercados regulamentados de valores mobiliários e dispõe sobre a constituição, organização, funcionamento e extinção das bolsas de valores, bolsas de mercadorias e futuros e mercados de balcão organizado.

²⁴⁷ In ob. cit., p.167.

²⁴⁸ In ob. cit.

Estas prestações exprimem os direitos e deveres fundamentais recíprocos de compra do ativo e de pagamento do preço (no caso de liquidação física) ou desembolso do saldo pecuniário diferencial (caso seja liquidação financeira), assim como várias obrigações perante a entidade gestora do mercado, tanto por parte dos investidores como dos intermediários financeiros.

A principal diferença entre os contratos futuros e a termo é a existência de ajustes diários nos primeiros que tem como objetivo diminuir o risco de crédito.

Referente ao conteúdo, tendo em vista que o contrato é totalmente padronizado, a negociação real dos investidores é mínima, limitando-se, se tanto, ao preço. Desse modo é assegurada maior eficiência e liquidez do mercado, eliminando custos de transação e acelerando a velocidade de negociação.

Por fim, a extinção dos contratos futuro pode se dar do modo normal de, isto é, o cumprimento na data do vencimento, ou, como usualmente ocorre, por meio da abertura de novas posições contratuais de sentido inverso por parte dos investidores contratantes, anulando ou “fechando” por compensação sua posição anterior no mercado (*closing-out*).

Vale ressaltar que há uma multiplicidade de modalidades de futuros. Os principais são os futuros sobre valores mobiliários, sobre mercadorias, sobre taxas de juro, sobre divisas e sobre índices, nacionais, internacionais, globais ou setoriais.

VII.3.3 Opções

As opções também são modalidade de contratos derivativos com finalidades protetivas, de compensação ou redução de riscos, especulativas, pela assunção de riscos com objetivo de lucro e de arbitragem, pela exploração das ineficiências do mercado.

Tal modalidade contratual garante, mediante o pagamento de um prêmio, ao seu titular, o direito potestativo de compra ou venda de determinado ativo subjacente por preço e data previamente fixados.

Nós não buscaremos aqui definições que visem classificar as opções em algum tipo de modalidade contratual. As exigências e a evolução do mercado parecem não autorizar qualquer reducionismo no que respeita ao enfeixamento destes contratos em nenhum dos modelos já conhecidos, tendo em vista as constantes manifestações da inovação financeira.

De se precisar, entretanto, que algumas diferenças substanciais separam os contratos futuros das opções. ANTUNES pontua precisamente tais diferenças considerando a posição das partes, o conteúdo dos contratos, e os efeitos²⁴⁹.

No que respeita, pois, à posição das partes, o contrato de opções corresponde a operações condicionais, pois sua execução depende da manifestação de vontade do optante (podendo os efeitos respectivos nem chegar a ocorrer), enquanto o de futuros são operações firmes; quanto ao conteúdo, apenas uma das contrapartes no contrato de opções é investida de direito potestativo, por outro lado, no contrato futuro ambas as partes têm direito de crédito; por fim, quanto aos efeitos, as opções podem funcionar como contratos preliminares da celebração de novos contratos, no caso de liquidação física, e os futuros são sempre contratos principais e definitivos.

Um determinado contrato de opções pode opor, como contrapartes, duas ou mais pessoas. A extinção destes contratos pode ocorrer pelo exercício tempestivo do direito de compra ou venda (podendo ser liquidado financeira ou fisicamente) ou pelo decurso do prazo contratual sem esse exercício. No caso das opções padronizadas, o contrato também pode cessar por assunção de posições de sinal inverso ou por descumprimento dos deveres perante a entidade gestora.

As opções constituem-se em verdadeiro trunfo do mercado. As opções são instrumentos derivativos extremamente elásticos, podendo revestir diversas modalidades.

Bem assim, a teoria classicamente divide esses derivativos segundo a faculdade que garantem aos seus titulares: em opções de compra de ativos (*call options*) ou de venda destes (*put options*); e também segundo a data de vencimento: em opções européias (*European options*), nas quais a faculdade somente pode ser exercida na data do

²⁴⁹ In ob. cit.

vencimento, e americanas (*american options*), que conferem direito exercitável apenas na data do vencimento do contrato ou a qualquer momento até essa data.

Vale dizer que opções são contratos em que se negociam direitos de uma parte vender ou comprar um ativo a determinado preço em um período de tempo ou no vencimento, sendo pago de início um valor denominado prêmio.

Os direitos de compra são chamados de “call” e os de venda de “put”. As primeiras aumentam seu preço com a alta do preço do ativo subjacente, enquanto as segundas com a sua queda. A liquidação se dará com a entrega física do ativo, menos comum, ou com a liquidação financeira por diferença.

Há também classificação no que tange ao local de negociação, assim temos opções de mercado organizado (*Exchange-listed options*) e de mercado de balcão (*over-the-counter options*); e no que tange ao benefício financeiro obtido com o exercício da opção, em razão da comparação do preços do ativo objeto no mercado a vista e o pactuado na opção: benefício positivo (*in the money*), benefício negativo (*out of the money*) e sem bem benefício, o que ocorre quando o preço do ativo no mercado a vista está idêntico ao pactuado (*at the money*).

Há, ainda, uma classificação referente ao ativo objeto: opções sobre ações (*stock options*), obrigações (*Bond options*), índices bolsistas (*index options*), divisas (*currency options*) ou taxas de juros (*interest rate options*). Há ainda as opções de segunda geração, as “opções exóticas” (*exotic options*) ou “sintéticas” (*synthetic options*), que são opções negociadas no mercado de balcão dotadas de direitos operacionais particulares ou miscigenadas com outros instrumentos financeiros.

VII.3.4 Swaps

Outra modalidade de contrato derivativo, os *swaps*, também são utilizados com finalidade de cobertura de risco e de arbitragem²⁵⁰. Este contrato, cuja tradução literal

²⁵⁰ Há quem sustente que o instrumento também é maliciosamente utilizado para a maquiagem de balanços. Ver, nesse sentido, ANTUNES, ob. cit.

seria “troca”, opõe duas contrapartes que trocam posições em que variam risco e rentabilidade e comumente têm como objeto taxas de juros pré e pós-fixadas e taxas de câmbio.

Pela mecânica da operação, as partes se vinculam ao pagamento de quantias que são estabelecidas de acordo com a variação de determinado ativo, denominado ativo subjacente.

Os contratos de *swap* têm como sujeitos apenas as partes contratantes, apesar de sua celebração ser usualmente mediada pela intervenção de um intermediário financeiro, normalmente os bancos. De maneira que a padronização destes pode ser globalizada e, geralmente, ditada por organismos internacionais como ISDA – *International Swap Dealers Association*.

O *swap* permite grande versatilidade nas transações dada a variabilidade do seu conteúdo. Nas modalidades mais conhecidas, o *swap* de moedas e o de juros, entretanto, o conteúdo costuma ser facilmente identificado.

Assim, no *swap* de moedas, o fluxo financeiro é baseado na troca de moedas diferentes, de maneira que os ganhos são estabelecidos segundo a variação das taxas de câmbio aplicadas²⁵¹. Já no *swap* de juros, o fluxo financeiro é calculado pela variação de determinadas taxas de juros, fixas ou variáveis, aplicadas a capitais hipotéticos. Em qualquer dos casos, essas operações podem dizer respeito a fluxos pecuniários negativos ou positivos, e ser objeto de liquidação física ou financeira.

A flexibilidade estrutural e operacional dos *swaps* conduziu a uma proliferação de modalidades especiais, resultantes da criação de variantes negociais (*swaps* complexos), como os com taxas alternativas, com prazo condicional, com intervenção de terceiros, ou da combinação com outros instrumentos derivados ou financeiros (*swaps* híbridos), a exemplo das *swaptions* (combinação dos *swaps* com as opções).

²⁵¹ ANTUNES faz as seguintes ponderações: (seja mera troca de capital – *currency swaps* simples – ou troca de juros periódicos – *cross-currency swaps* – a taxa fixa para ambas as partes – *fix to fix swap* –, para uma das partes – *circus swap* – ou taxas variáveis indexadas a diferentes referenciais para ambas as partes – *floating to floating swap*). In ob. cit.

Note-se, a Receita Federal do Brasil, buscando evitar fraudes, em sua Instrução Normativa 25/01, art. 32, § 4º, somente admite a dedução de perdas incorridas nas operações de *swap* na determinação do lucro real, se a operação for registrada e contratada de acordo com as normas emitidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil. Como esclarecimento, tem-se, como dito anteriormente, que as operações de derivativos financeiros migraram para a competência da CVM com o advento da Lei 10303/01, posterior à citada Instrução Normativa. Dessa forma, o dispositivo da citada norma tributária faz referência a registro de operações de *swap* “de acordo com as normas emitidas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil”, e não CVM. Tal normativo, ainda que indiretamente, protege os interessados ao dar maior transparência às operações.

VII.3.5 Derivativos de crédito²⁵²

O derivativo de crédito é usualmente definido pela doutrina como um contrato bilateral, na vigência do qual uma das partes paga um prêmio fixo periódico para se proteger do risco de inadimplemento de uma determinada instituição. A parte que deseja se proteger, costumeiramente definida como compradora de proteção (*protection buyer*), transfere para a outra, a vendedora de proteção (*protection seller*), o risco de crédito a que está sujeita.

Tais derivativos de crédito objetivam permitir aos investidores administrar o risco de crédito caso a qualidade de crédito do tomador se deteriore, podendo ser definidos, de forma simplista, como “proteção da inadimplência”, transferindo o risco de descumprimento das obrigações da instituição credora para o vendedor do instrumento. Note-se que tal operação, no mais das vezes, não exige aprovação ou conhecimento do devedor.

O risco é calculado tendo em vista um débito (*reference asset* ou *obligation*) que um terceiro mantém junto ao comprador da posição. Seu cálculo envolve a análise da probabilidade de exposição do devedor a eventos futuros e incertos que levem à

²⁵² Ver BADER, Fani Léa C. *Derivativos de crédito – uma introdução*. Notas técnicas do Banco Central do Brasil, nº 20, 2002.

diminuição da sua capacidade de adimplemento das obrigações assumidas (*creditworthiness*), seja o pagamento do principal seja o pagamento de juros.

Na superveniência do evento de crédito, a execução do contrato dar-se-á pelo pagamento da quantia estipulada, por parte do vendedor de proteção.

Os derivativos de crédito servem como instrumento de gestão, cobertura e transferência do risco creditício. A transferência de risco pode ser feita diretamente com relação a uma obrigação específica, quando do evento de crédito (*credit default swaps* e as *credit default options*), ou pode ter como referência não só o evento de crédito, mas, também, a evolução do valor da obrigação no decorrer do tempo, diz-se, nesta última hipótese que a proteção se dá contra o risco de mercado (*credit spread derivatives* e dos *total rate of return swaps*).

Para medir o risco de crédito é usualmente adotada a classificação (“rating”) do crédito por agências especializadas²⁵³ bem como o chamado “prêmio” que é a diferença entre a taxa do título público e a taxa paga pelo mutuário. Tais indicadores apresentam uma correlação inversa.

Ao isolar o risco de crédito da atividade ou instrumento subjacente, autonomizando sua negociação, essa espécie de contrato permite a gestão e a transferência parcial do risco do comprador de proteção sem a necessidade de transferência dos ativos subjacentes.

Dessa forma, a mecânica do derivativo de crédito proporciona a redução do nível dos riscos agregados e a libertação de capitais próprios, a manutenção ou aumento das relações de clientela (com a economia de garantias colaterais) e torna o risco de crédito um bem fungível suscetível de negociação para o vendedor de proteção, com objetivos de arbitragem e especulação.

²⁵³ A Instrução CVM 521/12 dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários e define em seu art. 1º: (I) agência de classificação de risco de crédito: pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários; e (II) classificação de risco de crédito: atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.

São contratos atípicos, transacionados no mercado de balcão, de caráter consensual, sinalagmático e de execução diferida. Existem em diversas modalidades, divididas principalmente em derivados de crédito simples (*credit derivative products*) e sintéticos (*replication products*).

Em 1973 o CMN (Resolução 272, revogada em 1993) reconheceu a possibilidade de realização de operações de câmbio referentes a transações de cobertura de riscos (*hedge*) inerentes às oscilações de preços a que estão sujeitas mercadorias de importação ou exportação efetivadas no mercado a termo, em bolsas de mercadorias sediadas no exterior. Certo que ao Banco Central ficou delegada a decisão sobre a conveniência dessas operações de câmbio, bem como quanto à natureza das mercadorias objeto das transações.

A Resolução CMN 2933/02, por sua vez, autorizou a realização de operações de derivativos de crédito por parte das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, nas modalidades, formas e condições estabelecidas na Circular BC 3106/02 (com alterações posteriores).

Dessa forma, nos termos do art. 1º da Circular, as instituições financeiras podem realizar as seguintes operações: (I) *swap* de crédito, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base em taxa de proteção; e (II) *swap* de taxa de retorno total, quando a contraparte receptora do risco for remunerada com base no fluxo de recebimento de encargos e de contraprestações vinculados ao ativo subjacente. São vedadas: (I) a realização de operações de opções vinculadas a essas modalidades; (II) a realização de operações de derivativos de crédito entre pessoas físicas ou jurídicas controladoras, coligadas ou controladas; (III) a recepção do risco de crédito das pessoas referidas no inciso II; e (IV) a realização de operações de derivativos de crédito cujos fluxos não estejam na mesma moeda ou indexador do ativo subjacente.

Cabe observar que a regulação estabelece a obrigatoriedade de registro das operações com derivativos de crédito em entidade registradora de ativos autorizada pelo Banco Central do Brasil.

Atualmente, com a modificação da Lei 6385/76 pela Medida Provisória 539/11, convertida na Lei 12543/11, todos os contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, tem como condição de validade o registro em câmaras ou

prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Ademais, como derivativos negociados no mercado de balcão, existem riscos de liquidez, uma vez que o mercado secundário é inexistente, da contraparte, operacionais e legais, principalmente quanto à definição de inadimplência. Para as instituições financeiras, o BC definiu os eventos de crédito como aqueles fatos descritos no contrato, relacionados com o ativo subjacente ou seus obrigados que, independentemente da sua motivação, causam o pagamento, por parte da contraparte receptora do risco, da proteção contratada pela contraparte transferidora. A pior situação, entretanto seria, em caso extremo, a inadimplência do vendedor da proteção concomitantemente a do devedor.

VII.4 Categorização e administração de risco

Risco envolve a possibilidade de algum evento acontecer ou não acontecer. O evento deverá ser possível, incerto, tratando-se de uma possibilidade e inexistindo a certeza de sua ocorrência, fortuito, independente, apresentando um resultado negativo. O risco pode ser mitigado, por exemplo, com a adoção do seguro cujo prêmio será calculado com a utilização de cálculos estatísticos que estimam a probabilidade de ocorrência de um sinistro e a contratação do seguro objetivam eliminar a incerteza resultante dessa ocorrência.

A idéia de risco remonta a ideia de um futuro provável e mensurável, da libertação do homem de parte de suas superstições e invencionices²⁵⁴. O estudo do risco permitiu ao homem o desenvolvimento de múltiplas possibilidades de atuação.

A palavra risco é empregada no dia a dia com diversos sentidos. Encontra-se referência aos riscos que envolvem a gestão de uma companhia, bem como ao perfil de risco do investidor que o cliente de uma instituição financeira é chamado a identificar ao preencher sua ficha cadastral: conservador, moderado ou agressivo. Cabe comentar, de passagem, que tais normas tratam da obrigação da instituição financeira verificar se o

²⁵⁴ Cf. BERSTEIN, Peter L. *Against the gods: the remarkable story of risk*. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1996, p. 3.

produto ofertado se adequa ao interesse e necessidade do investidor, envolvendo sua posição financeira, bem como sua experiência e grau de conhecimento a respeito do mercado e do produto.

A linha que separa a incerteza e o risco foi determinante para a construção da idéia de livre mercado. A grande distinção existente entre os dois conceitos, risco e incerteza, está na possibilidade de mensuração dos efeitos dos fenômenos, ou dos fatos futuros, ligados a cada uma destas variáveis.

Dessa forma, e com esteio na clássica dicção de Frank H. KNIGHT²⁵⁵, comumente afirma-se que a incerteza é imensurável, mas o risco não: o risco pode ser estudado, medido e utilizado, inclusive, como forma de aumento dos ganhos no exercício de atividades não produtivas.

Para o cálculo e mensuração do risco, em geral, o estudioso baseia-se em uma série de eventos aleatórios, cuja probabilidade de ocorrência é conhecida. A incerteza, por sua vez, tendo em vista relacionar-se a um evento singular, cuja possibilidade de ocorrência é desconhecida, não é pode ser mensurada. No risco a distribuição do resultado é conhecida, em geral pela experiência anterior, enquanto a incerteza envolve a impossibilidade de se conhecer a distribuição de probabilidades sobre um determinado evento. Assim, no risco podem ser estabelecidos os possíveis resultados e as probabilidades de sua ocorrência.

A análise de KNIGHT acerca do tema encontra seis princípios básicos que unem os mecanismos desenvolvidos pelos teóricos para o gerenciamento do risco e diminuição da incerteza: a disposição dos eventos em grupos de mesma base metodológica, de maneira que a uniformidade entre eles, os eventos, permite a criação de padrões mensuráveis; a especialização na assunção de riscos; o exercício do poder de controle; a aquisição de informações ou conhecimentos relevantes; a repartição dos riscos com terceiros, os dispersando, e uma administração cuidadosa, investindo em atividades mais conservadoras. Na prática, contudo, essas categorias confluem-se²⁵⁶.

Afirmamos, também acima, quando tratamos das características gerais dos

²⁵⁵ In *Risk, uncertainty and profit*. New York: Houghton Mifflin Company, 1921, pp. 19 e ss.

²⁵⁶ In ob. cit., p. 236 e ss.

contratos empresariais, que um dos fatores a serem considerados na dinâmica da vida empresarial é a racionalidade limitada a que estão sujeitos os agentes econômicos. Ora, de fato é praticamente impossível que um determinado agente preveja todas as variáveis que cercam o objeto que este venha a contratar.

Para quem investe é certo que existem três preocupações básicas: retorno, incerteza e risco. Retorno que é entendido como o capital ao término do prazo de investimento e risco como a medida da incerteza de que o retorno será obtido.

Diversas linhas da teoria microeconômica contemporânea incorporaram a análise do risco e da incerteza, entre as quais, por exemplo, a chamada “teoria dos jogos”, tendo em vista a preocupação com o estabelecimento de um padrão para comportamento dos agentes no mercado, por meio de jogos, esquemas.

Em regra, os sujeitos apresentam dois comportamentos diante dos riscos: há aqueles que apresentam aversão aos riscos e há aqueles que decidem por tomá-los, ou seja, demonstram afeição ao risco.

A teoria econômica, tomando por base as ações dos indivíduos que demonstram maior afeição ao risco e sabendo que existe (a) um determinado número de atos que os indivíduos podem realizar e (b) um determinado número de possíveis estados de natureza, chegou à conclusão de que existe (i) uma função que representa as consequências de todas as combinações possíveis entre a e b; (ii) uma que representa a opinião pessoal do agente quanto à probabilidade de ocorrência de cada estado da natureza e (iii) outra que expressa o quão desejável é o resultado de cada combinação.

A partir da quantificação dessas funções e da representação gráfica de cada uma delas, os teóricos começaram a desenvolver modelos para verificar os efeitos da incerteza sobre o processo de tomada de decisões.

A partir daí foi possível identificar, também, os chamados “riscos financeiros”, que são predominantemente de cunho estratégico, a que os agentes econômicos se sujeitam ao operar no mercado financeiro, tanto para administrar riscos como ao se expor a eles.

A classificação de riscos envolve os (i) riscos de mercado, que representam, sobretudo, os riscos de oscilações ou volatilidade nos preços ou taxas; (ii) riscos de crédito, ou seja, aqueles relacionados ao descumprimento de uma obrigação pela parte devedora, envolvendo “custo de reposição” em caso de inadimplemento; (iii) riscos de liquidez, quando determinado ativo se encontra “ilíquido” no mercado em caso de necessidade de venda; (iv) riscos operacionais, decorrentes de falha humana ou tecnológica; (v) risco legal, implicando inadequação das normas ou regulamentos, ou falha na formalização dos negócios; (vi) e risco sistêmico, que diz respeito à higidez do mercado²⁵⁷.

Enquanto os três primeiros são diretamente financeiros, o risco operacional e o legal têm indiretamente efeitos financeiros, e o sistêmico pode ocorrer em decorrência de qualquer um dos mencionados.

Assim, o risco de mercado é aquele que depende do preço do ativo ou instrumento financeiro em decorrência das flutuações do mercado, variando, dentre outros fatores, com o mercado acionário, de câmbio, de juros e de mercadorias. O risco de mercado é maior nos ativos que, na série histórica de suas negociações, apresentam maiores oscilações de preço em relação à média o que tanto pode ser devido a mudanças no mercado de uma forma geral como aos próprios fatores do ativo.

O risco de crédito, por seu turno, é o risco de inadimplência, total ou parcial da contraparte na data aprazada. Nesses casos, normalmente, a rentabilidade maior já reflete tal risco. O risco operacional, por seu turno, decorre de falhas de controle, processos ou pessoas ou da inadequação ou falhas de sistemas.

Já o risco legal está relacionado à ocorrência de perdas decorrentes da impossibilidade de execução de um contrato por insuficiência ou falha de documentação, ou pela falta de capacidade de contratar do representante da contraparte.

Na esfera bancária encontra-se também menção ao risco de liquidez que surge nos casos de ativos negociados em baixo volume e acarreta perdas caso o titular deseje vendê-los rapidamente.

²⁵⁷ Por todos ver SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. 4ª ed. 5ª reimpr. São Paulo: Atlas, 2010, pp. 162-199.

Assim, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução 3464/07 que dispõe sobre a implementação de estrutura de gerenciamento do risco de mercado por parte das instituições financeiras, definindo risco de mercado como “a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado de posições detidas por uma instituição financeira”, incluindo operações sujeitas à variação cambial, das taxas de juros, dos preços de ações e dos preços de mercadorias.

Devem ser claramente documentadas e estabelecidas políticas e estratégias para o gerenciamento do risco de mercado, aprovadas e revisadas, no mínimo anualmente, pela diretoria da instituição e pelo conselho de administração, se houver, além de limites operacionais.

Mais recentemente o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução 4090/12 que dispõe sobre a estrutura de gerenciamento do risco de liquidez definido como a possibilidade de a instituição não ser capaz de honrar eficientemente suas obrigações esperadas e inesperadas, correntes e futuras, inclusive as decorrentes de vinculação de garantias, sem afetar suas operações diárias e sem incorrer em perdas significativas, bem como a possibilidade de a instituição não conseguir negociar a preço de mercado uma posição, devido ao seu tamanho elevado em relação ao volume normalmente transacionado ou em razão de alguma descontinuidade no mercado. A mesma Resolução prevê a criação de estrutura de gerenciamento para o risco de liquidez independente das equipes de negociação e de auditoria interna, compatível com as características e a dimensão da exposição da instituição financeira.

Na esfera das companhias abertas, a CVM editou a Instrução 480/09 e no anexo Formulário de Referência instituiu a obrigatoriedade da descrição dos fatores de risco que possam influenciar a decisão de investimento. Assim, devem ser descritos os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte e aqueles cujas partes contrárias sejam administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas.

Com relação aos riscos de mercado, o emissor deverá descrever, quantitativa e qualitativamente, os principais riscos a que está exposto, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxas de juros.

Ademais, deverá ser descrita a política de gerenciamento de riscos adotada pela companhia bem como sua estrutura organizacional de controles internos²⁵⁸, seus objetivos, estratégias e instrumentos, e também suas alterações em relação ao último exercício social, indicando os riscos para os quais busca proteção, a estratégia e os instrumentos utilizados para proteção patrimonial, *hedge*, os parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e, também, se o emissor opera instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial e quais são esses objetivos.

Quanto à divulgação de informações, a CVM editou a Deliberação 550/08 que dispõe sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros derivativos em nota explicativa às informações trimestrais das companhias abertas.

Dessa forma, as companhias abertas devem divulgar em nota explicativa informações qualitativas e quantitativas sobre todos os seus instrumentos financeiros derivativos, reconhecidos ou não como ativo ou passivo em seu balanço patrimonial. Tal nota explicativa deverá conter, no mínimo, as seguintes informações: “I - política de utilização de instrumentos financeiros derivativos; II - objetivos e estratégias de gerenciamento de riscos, particularmente, a política de proteção patrimonial (“*hedge*”); III - riscos associados a cada estratégia de atuação no mercado, adequação dos controles internos e parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos e os resultados obtidos em relação aos objetivos propostos; IV - valor justo de todos os instrumentos financeiros derivativos contratados e os critérios de determinação, métodos e premissas significativas aplicadas na apuração desse valor justo; V - valores registrados em contas de ativo e passivo, se for o caso, segregados por categoria, risco e estratégia de atuação no mercado, separando inclusive aqueles com o objetivo de proteção patrimonial (“*hedge*”) daqueles

²⁵⁸ Ver CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. *Uma contribuição à auditoria do risco de derivativos*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Contabilidade, 1996: “... o conceito de controle, mesmo numa visão leiga, sugere prevenção ou deteção de risco. Parece razoável supor que, no meio empresarial, riscos devam ser identificados, mensurados e aceitos (ou não) mediante decisão informada, isto é, pelo exercício de um processo decisório que distinga a ação gerencial da aventura.

Nesse contexto, quem deve agir sobre a existência de riscos, visando conformá-los aos limites aceitos pelo gestor ou revelá-los quando extrapolam tais limites, é um conjunto de procedimentos, ou sistemas de controle, inerentes a cada empresa ou entidade, por ela exercidos e que, por isso, merecem o nome de controles internos (diferentemente, por exemplo, das ações fiscalizadoras de entidades governamentais como a Secretaria da Receita Federal, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM, o Banco Central, por si mesmos agentes externos à empresa ou entidade).” (grifos no original). pp. 3-4.

com outros propósitos; VI - valores agrupados por ativo, indexador de referência, contraparte, mercado de negociação ou de registro dos instrumentos e faixas de vencimentos, destacados os valores de referência (nacional), justo e em risco da carteira; VII - ganhos e perdas no período, agrupados pelas principais categorias de riscos assumidos, identificando aqueles registrados em cada conta do resultado e, se for o caso, no patrimônio líquido; VIII - valores e efeito no resultado do período e no patrimônio líquido, se for o caso, de operações que deixaram de ser qualificadas para a contabilidade de operações de proteção patrimonial (“hedge”); IX - principais transações e compromissos futuros objeto de proteção patrimonial (“hedge”) e fluxo de caixa, destacados os prazos para o impacto financeiro previsto; e X - valor e tipo de margens dadas em garantia.”

Como o gerenciamento do risco de mercado sempre deve medir as consequências da oscilação dos preços na carteira, deverão ser estimados os riscos e, nos termos da Deliberação 550/08, divulgados 3 (três) cenários²⁵⁹ que, caso ocorram, podem gerar resultados adversos para a companhia, estimando seu impacto no fluxo de caixa da companhia: “I - uma situação considerada provável pela administração; II - uma situação considerada possível pela administração, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada; e III - uma situação de estresse considerada remota pela administração, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada”.

A preocupação da CVM deve-se a que o cálculo de risco baseia-se em probabilidades, com a utilização de dados passados. Dessa forma, eventos excepcionais não estariam cobertos pela metodologia, fazendo-se necessária a adoção de cenários para uma melhor visualização do impacto de eventuais mudanças abruptas das condições de mercado.

Por outro lado, as instituições que fazem a distribuição de valores mobiliários nos mercados primários e secundários têm a responsabilidade de verificar se o

²⁵⁹ José Roberto SECURATO define cenário como o conjunto de informações, objetivas ou subjetivas, sobre o futuro que tem influência no valor assumido pela variável objetivo. As principais etapas da construção de um cenário são a fixação do horizonte de tempo, a definição dos principais fatores que influenciarão os valores da variável em estudo e a fixação dos parâmetros qualitativos e quantitativos para os fatores de influência in *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1996, p. 25.

investimento oferecido a determinado investidor se adequa às suas características de aversão ao risco e ao perfil de seus investimentos²⁶⁰. A regulação, em geral, se apoia em requisito verificável objetivamente, recursos de titularidade do investidor, e na avaliação subjetiva que a instituição formula pelo grau de conhecimento que tem do investidor²⁶¹.

Assim, também, no relacionamento da instituição com investidores institucionais uma vez que a sua qualificação e compreensão dos produtos financeiros não elide o dever de conduta dos intermediários no interesse do investidor. Caso o investidor não preste informações a respeito de sua situação financeira e objetivo do investimento, bem como sobre sua experiência e formação, a regulação pode optar por impedir a prestação do serviço ou que o intermediário, antes de prestar o serviço, informe ao investidor não ser possível aferir a adequação. Tal dever de verificar a adequação do investimento incide no relacionamento com qualquer tipo de investidor e independe do valor mínimo necessário para investir em determinado produto e advém da necessidade de proteger o investidor no mercado, devendo o intermediário atender aos princípios da boa fé e lealdade.

A compreensão do conceito de risco permitiu a construção de um campo autônomo para tratar de questões relacionadas à identificação e quantificação de riscos, assim como à criação de soluções para mitigá-lo: a administração de riscos. Tomando por base a categorização de riscos, conforme observamos acima, temos que a exposição a estes, por parte de um determinado agente de mercado, pode ser estrategicamente calculada

²⁶⁰ O Comitê de Regulação e Fiscalização dos Mercados Financeiro, de Capitais, de Seguros, de Previdência e Capitalização – COREMEC, instituído pelo Decreto 5685/06, estabeleceu, em 2009, orientação a seus integrantes, Banco Central do Brasil, Comissão de Valores Mobiliários, Secretaria de Previdência Complementar, do Ministério da Previdência Social e Superintendência de Seguros Privados, sobre a edição de normas relativas ao dever de verificação da adequação do produto ou serviço financeiro às necessidades, interesses e objetivos dos clientes. As normas, dentre outros aspectos, deverão incluir o levantamento da situação financeira e experiência do cliente, seus objetivos, a verificação da adequação dos produtos e serviços ofertados ou recomendados ao perfil dos clientes e aos seus objetivos, a atualização das informações obtidas, a identificação de divergências entre o perfil do cliente e os produtos adquiridos e providências para tratar essas divergências, além da manutenção de controles internos adequados.

²⁶¹ Após o preenchimento de um questionário pelo investidor, a instituição o enquadra em uma categoria cuja nomenclatura varia de instituição para instituição. Em geral as categorias se dividem em (1) conservador/defensivo aquele investidor que é avesso a riscos, prioriza segurança em suas aplicações e objetiva proteger o seu patrimônio, não tolerando a possibilidade da perda, (2) moderado que além de procurar segurança em seus investimentos também busca retornos acima da média, aceitando correr algum risco para obter maior rentabilidade, (3) arrojado/agressivo que aceita uma maior exposição a riscos e oscilações no curto prazo em busca da possibilidade de ganhos elevados que a renda variável pode oferecer no médio e longo prazo.

ou pode ocorrer de maneira alheia à sua vontade, por questões como mudanças de conjuntura política ou econômica.

Segundo BERNSTEIN²⁶², em condições de incerteza, tanto a racionalidade quanto a medição são essenciais no processo de tomada de decisão. Dessa forma, a mensuração do risco é fundamental na tomada de decisão de investimento que devem ser tomadas cotidianamente pelo investidor, pessoa natural ou jurídica.

A administração de riscos pode ser concretizada de várias maneiras. Na dicção de YAZBEK existem duas grandes formas de administrar riscos: a primeira é por via negocial, pela conclusão de contratos, a segunda é por meio de arranjos institucionais, isto é, ligado a conjunturas legais²⁶³.

Diz-nos YAZBEK, com esteio nos estudos de Douglas North, que o papel das instituições na sociedade é a redução de incertezas. O grande feito está e, que os referidos arranjos institucionais reduzem as incertezas ao estabelecer uma estrutura estável para a interação humana. Esta mesma classificação para as formas de administração de riscos é definida por Kenneth ARROW como mecanismos de alocação de riscos “via mercado”, em que são negociados riscos com terceiros, e “extramercado”, pela qual o risco é submetido a mecanismos de controle institucional²⁶⁴.

O objeto da administração de riscos está na empresa, e no empresário, tendo em vista a atividade produtiva que exercem com fulcro na obtenção do lucro. O correto gerenciamento de riscos permite aos agentes, que correm os riscos inerentes a atividade econômica que exercem, assumir empreitadas de acordo com o grau de aversão, ou afeição, a riscos de cada um.

²⁶² In ob. cit., p. 187.

²⁶³ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 26 e ss.

²⁶⁴ In Insurance, risk and resource allocation. In *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, 1971, pp. 134-143. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1497765>, consultado em 18/08/11. Neste trabalho, datado de 1971, ARROW discute a importância do contrato de seguro na economia, tratando das restrições aos riscos seguráveis e explica as razões que inibiam, à época, a assunção de risco no sistema econômico. Afirma o autor que o capitalismo trouxe maneiras pelas quais as instituições podem transformar incertezas em riscos mensuráveis por meio do contrato de seguro e do mercado de capitais, garantindo que o mercado de transferência de riscos não existiria se não fosse pelo contrato de seguro.

Assim, quando tratamos dos instrumentos negociais para administração de riscos, temos que os riscos inerentes a uma atividade, bem como seus efeitos, são transferidos ou repartidos entre os agentes econômicos por via contratual, inclusive por meio da inserção de cláusulas contratuais protetivas, como no caso de obrigações de cumprimento em data futura ou que necessitam de grande investimento inicial (que incluem disposições de constituir garantia, atribuir responsabilidades e obrigações de prestar contas). Os principais exemplos de tais arranjos são o contrato de seguro, a emissão de ações e os instrumentos derivativos²⁶⁵.

Conforme foram sendo criados contratos padronizados sustentados por princípios mercantis, construiu-se um verdadeiro mercado para negociação de riscos, em que são negociados os instrumentos financeiros definidos acima. Essa possibilidade de negociação de riscos abre as portas para aqueles que o gerem de mitigarem os riscos existentes por meio das operações de *hedge*, ou cobertura, ou de tomarem risco por meio de especulação. Bem assim, os termos e os contratos futuros, por exemplo, permitem a proteção contra oscilações futuras no preço de determinada mercadoria.

Alguns riscos que não podem ser negociados nesse mercado referido acima e acabam sendo contratualmente incorporados ao cotidiano empresarial por meio de arranjos societários que visam, sobretudo, garantir o controle da companhia nas mãos dos acionistas, reduzindo os custos de transação tão bem explicados pela teoria da agência.

Assim, ao criar organismos, com personalidade jurídica ou não, para consolidar e exercer o poder de controle, como as *holdings*, ou ao se valer de técnicas estatutárias ou contratuais, como o acordo de acionistas, os agentes econômicos procuram atenuar os riscos inerentes ao exercício de sua atividade econômica. Também o fazem pela “concentração vertical” do processo produtivo, integrando etapas distintas desse em uma mesma unidade ou grupo empresarial²⁶⁶.

É uma solução de enfoque bem mais econômico, que permite maior controle das atividades essenciais para o processo produtivo, com possível redução no custo de matérias-primas, ou maior segurança em adquirir e usá-las.

²⁶⁵ Cf. Yazbek, ob. cit., pp. 30 e ss.

²⁶⁶ Idem, ibidem.

No segundo caso, enquadram-se a legislação ou regulação que limitam a responsabilidade do agente econômico ou a sua exposição a determinados riscos. Nesse, destacam-se a limitação de responsabilidade em alguns tipos societários, o regime falimentar, que hodiernamente garante maior controle dos credores do processo concursal e a responsabilidade objetiva por fato de terceiros.

Pode-se também administrar o risco extramercado, de acordo com ARROW, pela exigência de autorização para o exercício de determinadas atividades profissionais. Tal regulamentação tem como escopo reunir informações sobre qualificação profissional e restringir o acesso ao mercado àqueles qualificados, dessa forma atestando sua idoneidade e eliminando assimetrias informacionais.

As chamadas falhas de mercado, que, em suma, denotam a sua ineficiência, passaram a ser vistas mais como justificativas para a intervenção estatal do que como efetiva necessidade. Contudo, a regulação estatal continua ativa, legitimando-se justamente em tais falhas.

Nessa perspectiva, analisa-se, abaixo, as limitações impostas pelo ordenamento jurídico à negociação de instrumentos financeiros pelas companhias.

VII.5 Características dos instrumentos financeiros segundo uma perspectiva contratual: limitação da autonomia privada

Como por todos sabido, os instrumentos financeiros dos quais tratamos no capítulo anterior se destinam a várias funções. Destaca-se, no entanto, entre estas, a da administração dos riscos. Era sob este propósito, inclusive, que as empresas das quais tratamos acima alegavam transacionar no mercado futuro.

A indagação da pertinência destas operações com o objeto social das companhias que os negociam deve ser encarada sob o ponto de vista contratual. Isto é, tomando por base a teoria que ora se acata de que o estatuto social tem natureza contratual, deve-se entender que ele limita a própria autonomia contratual da companhia.

Deste modo, a utilização dos instrumentos financeiros, principalmente aqueles atípicos, exóticos, tendo em vista o caráter contratual que assumem, deve ser observada tendo em vista a base objetiva dos negócios.

Com efeito, a delimitação e a mensuração precisa dos riscos envolvidos na contratação destes instrumentos deverá estar em consonância com os riscos envolvidos na atividade da companhia, conforme descrito no objetos social.

Da mesma forma, não seria admissível a constituição de uma associação para a assunção de uma empreitada cujo escopo fosse a assunção de determinados riscos para a consecução do escopo lucrativo.

O legislador regulou de forma diferente situações que apresentam diferenciados níveis de risco do ponto de vista da atividade realizada. A confluência entre os perfis institucional e contratual que regem a vida da sociedade anônima, naturalmente obriga a uma visão mais acurada.

A relação tem que ser percebida da seguinte maneira: tendo em vista que o estatuto é contrato, algumas limitações são colocadas pelo ordenamento jurídico quando da sua confecção. Estas mesmas limitações devem ser observadas também durante a vida da sociedade, durante a contratação com terceiros.

Como afirmado, a capacidade de contratar da sociedade, isto é, os limites impostos à construção de relações contratuais com terceiros, tem por moldura, em um primeiro instante, seu instrumento constitutivo. Haverá sempre a criação de políticas internas de condução da administração que, sempre obedecendo à lei e ao instrumento constitutivo, poderão dar contornos mais concretos aos limites de atuação da sociedade.

Dessa forma, se o instrumento constitutivo objetiva a vontade dos acionistas no mundo concreto, os contratos que serão concluídos posteriormente deverão representar a extensão desta vontade, ou, de fato, a sua verdadeira concreção. Vale dizer: uma vez afirmado que a sociedade fabricará sapatos, os contratos de fornecimento de matéria prima, de locação de espaço, de aquisição de insumos, entre outros, deverão dar o contorno objetivo àquela atividade.

Assim, se os particulares, ao constituírem uma sociedade, são limitados, sobretudo, por regras expedidas pelo Poder Público, durante a vida da sociedade, esta também é limitada por regras particulares emanadas do seu instrumento constitutivo.

A cláusula que descreve o objeto social da companhia oferece uma grande limitação às contratações com terceiros. Afirmamos acima que uma das pontas do tripé que dá suporte ao conceito de autonomia privada é a liberdade de contratar, é, pois, disso que se passa a tratar: o objeto social como instrumento de limitação da autonomia privada das sociedades na contratação de terceiros.

Tratando a questão desde um ponto de vista abstrato, o objeto social tem que ver com o princípio da transparência das relações negociais. Há de se demonstrar claramente qual o objeto da negociação. A transparência na negociação dá, em suma, suporte à liberdade de contratar.

Aos contratantes deve ser garantido o conhecimento geral de todos os elementos vinculativos de um contrato, tudo aquilo que disser respeito ao seu objeto, às condições de execução. O princípio da transparência traz consigo um conjunto de obrigações que visam inibir práticas desleais. A ideia é de que haja um equilíbrio entre as partes contratantes.

Com efeito, claramente existem tipos de contratos que exigem de uma das partes um esforço maior de prestação de informações do que da outra: normalmente esse é o caso de contratos que envolvem partes com claro estado de hipossuficiência e com baixo poder de barganha.

O princípio da transparência é fundamental para o desenvolvimento da autonomia privada, porque, de um lado efetiva o conhecimento das partes ao objeto da contratação e, de outro, permite às partes um conhecimento do estado uma da outra, das condições do mercado.

É certo, no entanto, que a garantia da autonomia privada exige a sua limitação: limita-se o exercício abusivo da liberdade contratual para que esta não impacte negativamente interesses e direitos de outros, para que não se impacte negativamente a liberdade contratual de outros.

Trazendo a discussão para o mundo societário, outra vez cai-se na perspectiva da correta delimitação do objeto social. Isso porque a primeira fonte determinante da capacidade da sociedade está na descrição de sua atividade. Uma vez que essa descrição é falha, despreocupada, desinteressada, torna-se bastante difícil aos terceiros a descoberta de qual empreita é a assumida pela sociedade.

Dessa maneira, incompreendida, ou mal compreendida, a atividade desenvolvida por qualquer sociedade, não se consegue perceber quais riscos esta sociedade pode correr e quais riscos estão distantes da sua suposta capacidade econômico-financeira.

O desconhecimento dos riscos aos quais está exposta uma determinada sociedade prejudica uma gama indefinida de interesses, até mesmos os interesses egoísticos de sócios preocupados unicamente com o lucro e pouco interessados na participação efetiva na vida da sociedade.

A concepção do mercado eficiente faz prevalecer a ideia da proteção da dispersão equânime de informação, da transparência das negociações, no que respeita ao arcabouço informacional que lhes dá suporte.

Veja que não se trata aqui de estabelecer uma forma qualquer de paternalismo jurídico, ou de proteção ao investimento, melhor dizendo, ao sucesso do empreendimento. O desejável, como fundamento maior da regulação estatal sobre o mercado, é que as decisões negociais sejam tomadas tendo presente todo o conjunto de informações relevantes acerca do assunto.

Guarde-se, pois, esse raciocínio e tome-se, por exemplo, a questão do mercado de balcão. Este mercado, outrora dividido em organizado, quando administrado por instituições que criavam um ambiente institucionalizado, com regras bem definidas e com negociações registradas, e não organizado quando ocorrido de maneira puramente bilateral, sem o cerco de uma instituição, tem como grande distinção para os mercados de bolsa a característica de definir condições adequadas aos desejos dos contraentes (operações customizadas ou *tailor made*).

Dessa maneira, diferentemente do que ocorre em bolsa, as partes não se valem de contratos fechados e padronizados. As partes ao negociarem, por exemplo, um

contrato futuro de dólar, podem dar a ele o tamanho (em valor) e condições que quiserem. Enfim, os termos são negociados pelos clientes.

Ocorre, porém, que em determinadas negociações é muito comum que as instituições financeiras, os grandes vendedores deste mercado, criem produtos quase padronizados pelo resultado, isto é, que, no final das contas geram resultados de renda fixa ou de renda variável, ou ainda de proteção de riscos. Contrata-se um instrumento financeiro que é, na verdade, um conjunto destes instrumentos.

Com efeito, em que pese a possibilidade de negociação dos termos dos contratos, em geral o que se contrata é o efeito da operação. Busca-se ou um rendimento fixo, ou um rendimento mais arriscado e mais lucrativo, ou a proteção contra riscos da atividade exercida.

O resultado advindo desta constatação é o fato de que os contratos acabam adquirindo a forma de contratos por adesão, principalmente no que diz respeito à sua modelagem principal, na montagem da operação, isto é, na descrição da estrutura do negócio.

Há de se afirmar ainda, e aqui sem qualquer julgamento ético a respeito do tema, que determinadas operações são realizadas como instrumentos de barateamento dos custos de captação de recursos por empréstimo bancário. O tomador do empréstimo contrata a chamada operação estruturada (pela instituição financeira) para conseguir melhores condições no empréstimo.

Em casos como este, em que a contratação do instrumento financeiro é acessória em relação a uma contratação de empréstimo, os riscos não são necessariamente analisados e quantificados de maneira correta, de modo que podem não se ajustar à atividade desenvolvida pela empresa.

Podem não se ajustar, tampouco, ao conjunto de políticas adotadas pela administração com fim de fazer cumprir o objeto social da companhia, delimitando o espaço de atuação dos administradores.

A dúvida é de quem seria a responsabilidade pelo cotejo correto entre o objeto e o propósito da contratação do instrumento financeiro e a atividade desenvolvida pela companhia.

O princípio da transparência ganha, pois, contornos diferenciados nesse ponto, porque, de um lado, como afirmado acima, vige a obrigação de que os acionistas fundadores, no momento da constituição, tenham delimitado precisamente a cláusula do objeto social; de outro vige a obrigação de que os administradores, durante a vida da sociedade, balizem sua atividade no quanto ao descrito nesta cláusula. Por fim, existe também a obrigação, conforme afirmamos acima, de que os ofertantes dos contratos que compreendem operações complexas com instrumentos financeiros ofereçam tais produtos em adequação à capacidade da sociedade.

Ora, de uma maneira geral, quase como uma reação em cadeia, aquela primeira limitação da autonomia privada, no que respeita à delimitação correta do objeto social, tem impacto futuro, criando limitações outras que restringem a liberdade de contratar determinadas operações envolvendo instrumentos financeiros tanto para os ofertantes, as instituições financeiras, como para os compradores, as companhias.

Obviamente chamamos atenção para a negociação de instrumentos financeiros no mercado de balcão, precisamente porque nesse mercado há maior espaço para o exercício da criatividade e, portanto, para a modelagem de operações que envolvem os mais variados riscos, ainda que exista, para a contratação de instrumentos financeiros via mercado bursátil, com produtos padronizados, a mesma limitação à liberdade de contratar.

Com efeito, vigorará sempre a obrigação da companhia de não ultrapassar os limites impostos pela atividade por ela desempenhada, assim como vigorará a obrigação para os ofertantes dos instrumentos financeiros de verificar se estes são adequados para a companhia adquirente.

Tendo analisado neste tópico a efetividade normativa, e em até certo ponto abstrata, da cláusula do objeto social para negociação de instrumentos financeiros,

passaremos, adiante, a observar o impacto concreto do objeto social nas operações empreendidas pela sociedade.

VII.6 Notas acerca da crise financeira

Muitos economistas afirmaram ser a crise de 2008 inexplicável e imprevisível. Muitos afirmam que a fonte da crise esteve nas falhas, ou omissões, da regulação estatal sobre os mercados, especialmente sobre as transações que envolviam instrumentos financeiros que inexoravelmente alavancavam uma, ou ambas as partes²⁶⁷.

McCORNICK, observando o contexto estadunidense, cita como marco nesse processo de absenteísmo ou falha regulatória a decisão do Congresso daquele país de desregulamentar os instrumentos financeiros com o *Commodity Futures Modernization Act* (CFMA).

O mesmo autor adverte que não obstante a negociação de instrumentos derivativos não constituir efetivamente uma novidade, indicando como precedente o caso *Irwin v. Williar*, julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 1884, estas eram reguladas por regras de contrato advindas da *common law*. Assim que, enquanto aos derivativos usados com finalidade de *hedge*, proteção de risco em legítimo interesse econômico a que fizemos referência acima, era concedida proteção legal, os com finalidade puramente especulativa eram considerados mera aposta, permitida, porém não tutelada pela lei.

Dessa forma, a negociação de derivativos com fins de especulação foi confinada a mercados privados munidos de regras completas o suficiente para assegurar o cumprimento da obrigação de pagamento por parte de seus negociantes. Bem assim, havia, como requerimento para a permanência como membro dessa entidade privada, a obrigação de compensar o saldo de um instrumento derivativo com outro, o que obrigava os participantes a tomarem mais cuidados, mantendo esses mercados mais protegidos de

²⁶⁷ Cf. McCORNICK, Roger. *Legal risk in the financial markets following the global financial crisis: a UK perspective*, in <http://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/lfm/Legal%20risk%20in%20the%20financial%20markets.pdf>. Acesso em julho/2011.

grandes crises sistêmicas, se comparados aos mercados regulados somente pela *common law*.

Em 1986, o Reino Unido aprovou o *Financial Services Act*, trazendo para a proteção legal todos os instrumentos derivativos, não importando a função que exerciam, se para efeitos de *hedge* ou de especulação. Tal ato gerou nos Estados Unidos o temor de que *Wall Street* perdesse um grande novo mercado lucrativo, o que motivou a edição, durante a década de 1990, de uma série de regulamentos *ad hoc* para categorias específicas de instrumentos derivativos, como os contratos futuro de taxa de câmbio, até culminar na aprovação do CFMA em 2000.

O mencionado normativo não apenas concedeu tutela legal aos derivativos com fins especulativos, como também os retirou da supervisão do *Commodities Futures Trading Comission* (CFTC) e da *Securities Exchange Comission* (SEC). A variedade e a importância econômica do mercado de derivativos aumentou exponencialmente, chegando ao estrondoso número de 600 trilhões de dólares em 2008.

Enquanto o *hedge* visa alocar os riscos econômicos de um agente do mercado, a especulação se detém a aumentar esses riscos proporcionalmente ao valor do investimento.

A sequência de perdas incorridas no mercado de derivativos ao longo do tempo é extensa²⁶⁸. Os casos mais rumorosos são o colapso de Barings Bank em 1995, a falência do fundo de *hedge* Long Term Capital Managment em 1998, a falência da Enrom em 2001, o colapso do banco de investimentos Bear Stearns em 2008 e as imensas perdas do gigante de investimentos AIG, epicentro da crise financeira de 2008, que requereu um socorro governamental de US\$180 bilhões. No Brasil, destacam-se os casos Sadia e Aracruz.

Em resumo, no final de fevereiro de 1995 o Barings Bank, por sua subsidiária de Singapura, com a queda do índice Nikkei, não conseguiu cobrir a margem de operações de compra de contratos futuros na bolsa de futuros de Singapura, a “SIMEX”.

²⁶⁸ Ver SILVA NETO, op. cit. p.202.

Tais operações foram posteriormente apresentadas como não autorizadas, caracterizando um descontrole por parte da administração da instituição²⁶⁹.

Outro caso rumoroso foi o do Orange County Fund, fundo municipal, que no final de 1994 teve de liquidar suas operações que apostavam na queda da taxa de juros quando o FED realizou consecutivas subidas da taxa de juros.

Já o caso da Metallgesellschaft, conglomerado industrial alemão, em 1993, envolveu a expectativa de alta do petróleo que não se concretizou, ao revés o petróleo caiu, em contratos a termo de entrega de petróleo a longo prazo na posição vendida, cobertos por posições compradas em contratos de curto prazo.

O Long Term Capital Management, “*hedge fund*”, em setembro de 1998, por seu turno, perdeu cerca da metade de seu valor por conta da desvalorização o rublo e o não pagamento de parte da dívida pública pela Rússia.

Nesta época foram editadas a Resolução 2138/94 do CMN (atualmente Resolução 3505/07²⁷⁰) autorizando a realização, no mercado de balcão, de operações de *swap* e de opções sobre *swap*, referenciadas em ouro, taxas de câmbio, taxas de juros e índices de preços por parte das instituições financeiras, regulamentada pela Circular 2583/95 (atualmente Circular 3082/02), e a Instrução 235/95 da CVM (substituída pela

²⁶⁹ Ver descrição das falhas de controle apontadas pelo *Bank of England* no caso do *Barings* em CARVALHO, op. cit., pp. 82-85. Em resumo, quanto às operações em Singapura, o Autor aponta a identificação das seguintes falhas: falta de supervisão gerencial sobre as atividades do operador, falta de segregação de funções, iniciativas insuficientes em resposta a sinais de alerta, não havia a função de gestão de riscos, frágeis controles financeiros e operacionais sobre as atividades da subsidiária, na administração central da Instituição, não havia sistema de controle de crédito para identificar adiantamentos de margem por conta de clientes, inadequado acompanhamento de recomendações da auditoria interna, a função do executivo que verifica a aderência a normas, leis e regulamentos era ineficaz, relatórios inexatos estavam sendo encaminhados às autoridades reguladoras e fiscalizadoras, a reação às cartas de advertência sobre o risco de posições e saldos, enviadas pela bolsa foi inadequada.

²⁷⁰ Redação atual: “Art. 1º Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de *swap*, a termo e com opções, passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Para os efeitos desta resolução, consideram-se realizadas em mercado de balcão as operações praticadas fora de ambiente de pregão, viva-voz ou eletrônico, com base em contratos bilaterais e parâmetros pactuados entre as partes.

Art. 2º As instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil não mencionadas no art. 1º somente podem realizar as operações de que trata esta resolução por conta própria.”

Instrução 475/08) dispondo sobre a apresentação de informações sobre instrumentos financeiros, em nota explicativa, e, atualmente, também sobre a divulgação do quadro demonstrativo de análise de sensibilidade, contendo 3 cenários: provável, com deterioração de, pelo menos, 25% (vinte e cinco por cento) na variável de risco considerada e uma situação, com deterioração de, pelo menos, 50% na variável de risco considerada. Devem ser segregadas as informações referentes aos instrumentos financeiros derivativos especulativos daqueles destinados à proteção de exposição a riscos (*hedge*).

A crise de 2008²⁷¹, por seu turno, a chamada crise do *subprime*, se deu com a transferência por inúmeras vezes de contratos de derivativos de crédito lastreados em hipotecas de alto risco no mercado norteestadunidense.

Tratou-se de uma “bolha” no mercado imobiliário fruto de uma política monetária de juros baixos e expansão do crédito no setor imobiliário que originou empréstimos de alto risco com garantia hipotecária e taxa variável a pessoas sem comprovação de sua capacidade de pagamento, levando a uma crescente valorização dos imóveis.

Ocorreu a securitização dessas hipotecas e a venda de títulos, com excelente avaliação dada pelas agências internacionais de classificação de riscos²⁷², substancialmente negociados em mercados de balcão sem regulação, com risco da contraparte e sem que o investidor tivesse conhecimento do risco de crédito envolvido. Em 2005, ao ocorrer o aumento da taxa de juros, a demanda por imóveis caiu e, conseqüentemente os seus preços, levando ao aumento substancial da inadimplência. A partir de 2007 o problema com o crédito imobiliário levou a uma crise de liquidez do sistema financeiro internacional o que levou os bancos centrais a dar liquidez ao mercado interbancário.

Com a falência do banco de investimentos Lehman Brothers, em 15/09/08, a crise financeira espalhou-se afetando todos os países pela contração de crédito e do comércio internacional, com a queda dos preços das *commodities*. Os investidores buscaram liquidez e voltaram-se para os títulos do Tesouro norteestadunidense, afetando o fluxo de dinheiro

²⁷¹ Ver ACIOLY, Luciana e LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (orgs.). *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil*. Brasília: Ipea, 2011.

²⁷² No âmbito do mercado de capitais brasileiro a atividade de classificação de risco de crédito está regulamentada pela Instrução 521/12.

no mercado interbancário com a consequente elevação dos juros. É a chamada fuga para a qualidade que afetou de forma substancial os mercados emergentes.

Dessa forma, com a busca de liquidez pelos investidores estrangeiros, no Brasil ocorreu o incremento na remessa de lucros das empresas multinacionais e a venda de posições detidas por estes investidores com o intuito de cobrir prejuízos em seus países de origem, e, assim, o mercado bursátil foi depreciado e a moeda norte-americana se valorizou de forma rápida e expressiva, acumulando uma alta de 48% de 01/08 a 07/10/08, alcançando a cotação de R\$2,311.

Com isso, inúmeras empresas sediadas no Brasil incorreram em vultosos prejuízos em operações envolvendo derivativos cambiais e empréstimos vinculados. Em geral eram operações de venda a termo de dólar, o que faz sentido com operação de proteção para uma empresa exportadora, acopladas a venda de uma opção de compra de dólar para a instituição financeira e a redução do custo do financiamento.

Caso o real continuasse em sua trajetória de alta, ou mesmo permanecesse estável, as empresas tinham lucros maiores decorrentes da redução do custo de financiamento. Caso o real se desvalorizasse acima do preço de exercício da opção de compra (em geral era, à época, por volta R\$1,75) as perdas se multiplicavam.

Os casos mais rumorosos envolvendo companhias abertas no Brasil foram Sadia e Aracruz e culminaram com a alienação de seus respectivos controles acionários. Os administradores de ambas as companhias sofreram processos administrativos sancionadores por parte da CVM.

No julgamento do caso Sadia (PAS 18/08) na CVM, em 14/12/10, foi visto que a proteção contratada limitava-se a uma banda cambial. Por outro lado, cada vez que o câmbio extrapolasse a banda contratual, a operação acarretava prejuízo em dobro, sem qualquer limitação. A CVM entendeu que a decisão comercial da administração quanto ao risco e retorno não é passível de revisão pela Autarquia. No entanto, caberia aos

administradores o dever de monitorar as operações, dentro do escopo de seu dever de diligência²⁷³.

A propósito, para Fábio Ulhoa COELHO²⁷⁴, a contratação de derivativos cambiais sem fundamento nas operações comerciais da companhia implica no ilícito do desvio de finalidade.

No caso da Aracruz (PAS 16/08), seus administradores tiveram pedido de celebração de Termo de Compromisso rejeitado pela CVM, em reunião realizada em 09/09/10, e, segundo consta do parecer do comitê de termo de compromisso, até abril de 2008 a Aracruz costumava realizar operações de derivativos de câmbio padronizadas na BM&F, sendo que as operações de instrumentos financeiros derivativos denominados *Sell Target Forward – STF* passaram a ser oferecidas pelos bancos em 2008, e conforme fatos relevantes divulgados pela companhia em 25/09 e 02/10/08, o valor justo desses instrumentos financeiros em 30/09/08 era de aproximadamente R\$ 1,95 bilhão negativo e o volume de perda máxima em derivativos e de exposição máxima em operações de câmbio futuro poderia ter excedido os limites previstos na Política Financeira aprovada pelo Conselho de Administração.

²⁷³ Participei do julgamento do caso como diretor e afirmei que os Comitês de Auditoria e outros mais, mesmo quando criados estatutariamente, não podem servir de proteção ou anteparo aos administradores que continuam responsáveis por suas atribuições legais.

²⁷⁴ “O administrador de sociedade anônima exportadora, ao contratar derivativo cambial sem “lastro” em operações mercantis devidamente concluídas, incorre no ilícito do desvio de finalidade (LSA, art. 154) porque, em razão do elevado grau de investimento que realiza, extrapola o objeto social da companhia.” (destaque no original). In *Os derivativos e a desvalorização do Real em 2008*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, nº 44, 2009, pp. 75-89.

Capítulo VIII. Conclusões

O tema do objeto social ganha contornos difíceis hoje em dia, ao tempo quase da desconsideração total de sua função primordial de estabelecer os limites de atuação dos administradores das companhias. O grande problema está na desconsideração das duas principais exigências que se faz quando da inserção da cláusula nos estatutos: a sua correta delimitação e a preocupação com sua efetiva materialidade.

Conforme afirmado na apresentação do trabalho, após rever a abordagem que a doutrina e a jurisprudência, bem como as decisões administrativas, fazem da disciplina referente ao objeto social, tratou-se criticamente da aplicação dessa disciplina à realidade concreta das companhias abertas.

A análise foi empreendida levando em consideração o enfoque contratual do instituto. Assim, no que respeita à delimitação do objeto social, uma vez que a preocupação em precisar para qual propósito foi constituída a sociedade, permite-se a assunção, pela empresa, de um sem número de atividades econômicas distintas, em setores da economia também distintos, incrementando sobremaneira o conjunto de riscos que são assumidos pela empresa.

Essa prática reiterada da falta de limitação da redação da cláusula leva à inexistência de preocupação com a possibilidade material da realização das atividades ali descritas, uma vez que previstas sem o devido planejamento, bem como sem o devido respaldo financeiro.

Em momento algum se objetivou negar o avanço da liberdade contratual ou rejeitar as benesses que as inovações financeiras trazem à realidade do mercado. Em verdade, o que se pretendeu foi alertar acerca da necessidade de que o exercício da liberdade contratual e a adoção de novas tecnologias de administração de risco pela companhia, incluindo aquelas que pressupõem a alta exposição a riscos financeiros, sejam interpretados de acordo com o propósito para o qual a companhia foi constituída.

A abordagem do tema, tendo presente os institutos do excesso e do desvio de poder e a limitação da atuação individual dos administradores, teve a intenção de demonstrar a contínua necessidade de se compatibilizar o mote inicial pelo qual a

companhia foi constituída com os avanços que são necessários para a sua continuidade. Uma companhia que não evolui obviamente perece. A mudança é necessária, assim como, em muitos casos, a utilização de novas modalidades de administração dos riscos inerentes à atividade econômica desempenhadas é fundamental para o resguardo da própria companhia.

A função do objeto social e os atos *ultra vires* têm sido estudado quase como formando uma relação intrínseca, de maneira que um sempre faz referência ao outro²⁷⁵. Deve ser pontuado, no entanto, que essa frente interpretativa da importância do objeto social como limitação ao poder dos administradores é apenas uma das vertentes que cercam o assunto.

Nesse ponto, ganha importância a correta delimitação do objeto social da sociedade. A questão da correta interpretação do objeto tem que ver, no mais das vezes, com a sua correta delimitação: se fosse permitida a manutenção de objetos vagos o suficiente para que a sociedade pudesse realizar qualquer tipo de atividade, o problema dos atos estranhos à sociedade não existiriam. Teríamos, no entanto, um sério problema com a eclosão de fraudes contra a poupança popular.

Seria de todo equivocado obrigar que constasse no objeto social uma gama de atividades que a sociedade tenha que exercer para preencher o seu objeto principal, porquanto limitaria o próprio desenvolvimento da sociedade, senão que o próprio desenvolvimento econômico, ao invés de entendê-la como a possibilidade de emoldurar a atividade econômica que a sociedade realizará.

A análise de um ato como estranho ao objeto social será realizada, no caso concreto, na medida em que o ato não tiver nenhuma relação com a atividade econômica desempenhada pela sociedade, da maneira como descrita em seu estatuto. Há de se buscar sempre a instrumentalidade do ato para garantir o exercício da atividade que desenvolve a empresa. Ainda que não se perceba essa instrumentalidade imediata, o ato deve guardar, ainda que indiretamente, uma relação de pertinência com a atividade exercida.

²⁷⁵ Cf. BERTACCHINI, ob. cit., p. 158.

Nesse sentido, por exemplo, ainda que a celebração de um determinado contrato de compra e venda de móveis possa não ter relação direta com o objeto de uma sociedade de investimento, é totalmente esperado que, dependendo do tamanho do contrato, aqueles móveis sejam usados para a composição dos escritórios da empresa, algo que certamente não contraria o objeto social da referida sociedade.

Imagina-se uma equação a fim de estabelecer a organização da atividade empresarial que combinaria três variáveis: a determinação do objeto social, a efetiva possibilidade do exercício daquela atividade e a devida capitalização da empresa para o exercício desta atividade. Desta maneira, seria possível aliar os aspectos qualitativos, referentes à possibilidade jurídica do efetivo exercício da atividade descrita no objeto social, a critérios quantitativos, referentes à possibilidade material do exercício daquela atividade.

Uma questão que sempre traz dúvida a respeito do estudo do objeto social é a pertinência dos atos que se assemelhariam aos atos de liberalidade e a garantia de dívidas de terceiros ao escopo da companhia. Assim, também para estes atos surge a questão da vinculação ao objeto social, isto é, do seu caráter instrumental para o cumprimento da atividade inscrita no objeto social pela sociedade.

Tomamos por ato de liberalidade aqueles atos em que existe a vontade do agente de trazer ao outro um benefício, às suas expensas. Trata-se “da vontade desinteressada de fazer benefício a alguém, empobrecendo-se ao proporcionar à outra parte uma aquisição *lucrativa causa*”²⁷⁶.

De fato, o art. 154, §2º, “a”, da LSA proíbe expressamente aos administradores a realização de atos de liberalidade à custa da companhia. Nesse caso, deve ser entendido que são os atos de liberalidade que não trazem benefícios à companhia, porquanto apenas visam o benefício de terceiro.

Deve ser ressaltado, no entanto, que determinados atos que parecem, à primeira vista, impassíveis de gerar qualquer benefício à companhia, podem sim favorecer a atividade econômica desenvolvida pela empresa. Obviamente, a identificação dos atos

²⁷⁶ Cf. GOMES, *Contratos*, p. 256.

que, mesmo parecendo constituir mera liberalidade, beneficiam a atividade desenvolvida pela empresa, mesmo parecendo constituir mera liberalidade, será mais facilmente conseguida quando os atos forem comuns à atividade da empresa.

Assim, haverá sempre dificuldade de provar que a liberalidade não é pura, nos casos em que o benefício alcançado pela sociedade for apenas indiretamente identificado, como nos casos envolvendo o apoio a projetos culturais, ambientais e de proteção do patrimônio público. No entanto, uma vez identificado, por exemplo, o adimplemento de obrigação de companhia do mesmo grupo econômico, companhia esta que apresenta função fundamental para a existência do grupo, ou cuja relevância, ainda que não seja fundamental o impacto nas finanças do grupo, em especial nas finanças da sociedade que prestará o auxílio, nesse caso não se poderia inquirir o ato como inválido ou mesmo contrário ao objeto social desta.

Em verdade, nos casos como do último exemplo, a prestação de garantia, ou adimplemento de obrigação para sociedade do mesmo grupo, pode permitir a manutenção da escala produtiva do grupo como um todo, beneficiando objetivamente a sociedade que adimpliu a dívida ou prestou a garantia.

É de se cogitar, até mesmo, de que a prestação da garantia ou o adimplemento da dívida ocorra com uma empresa que não faça parte do mesmo grupo econômico: deve ser avaliado objetivamente se este ato, que garante a preservação da outra empresa, também traz benefício direto para a empresa que ajuda. Pense-se, aqui, na possibilidade da sociedade auxiliada ser uma sociedade fornecedora de produto específico e não fornecido por mais nenhuma outra empresa.

Deve ser pontuado, embora pareça claro, que o benefício econômico que o ato que eventualmente favoreça sociedade do mesmo grupo ou fora dele traga para a sociedade favorecedora seja maior que o prejuízo que ela sofra. Em especial para o caso das empresas que operem em setores distintos da economia, e apresentem objetos sociais que não se complementem, a princípio, deve ficar demonstrada a instrumentalidade que a atividade de uma gera para o desenvolvimento da atividade da outra.

Em suma, e como não poderia de outra forma ser no mundo jurídico, a situação sempre dependerá da efetiva prova objetiva (i) da conexão entre as sociedades e (ii) da superioridade do benefício econômico alcançado pela sociedade adimplente, ou garantidora, em relação ao prejuízo experimentado primeiramente. Faltando um desses requisitos, o suposto ato de liberalidade poderá assim ser considerado, pesando contra ele o repúdio estipulado no citado §1º do art. 154 da LSA:

E aí viria a questão de se questionar se determinadas operações envolvendo instrumentos financeiros, dependendo das condições contratadas, não se assemelhariam à prática de atos de liberalidade, posto levarem à companhia à contratação de atos que, se não gratuitos, têm um potencial de lesividade tal que contrariam o escopo lucrativo da companhia.

A análise das operações constantes dos casos Sadia e Aracruz, em que os limites de risco assumidos como corretos para o bom funcionamento da companhia foram extrapolados, leva a crer que a contratação dos instrumentos financeiros deu-se ao arrepio da cláusula contratual do objeto social, diante do incentivo de uma visão de curto prazo de auferir lucros, talvez com a intenção de beneficiar-se de uma política remuneratória de participação nestes mesmos lucros, ou baseada na valorização, também em curto prazo, das cotações das ações de emissão das companhias.

Ainda que essa contratação de instrumentos financeiros tivesse ocorrido em situação em que a boa-fé das partes fosse patente, haveria um grave problema.

Com efeito, o apanágio insensato da boa-fé traz um perigo escondido nas situações em que o objeto social não tenha sido efetivamente bem delimitado, de maneira a sempre aumentar inadvertidamente o poder dos administradores, posto que baseados na proteção à boa-fé de terceiros, possam celebrar os mais variados negócios, resguardados numa cláusula do objeto social de aplicabilidade débil.

Essa preocupação, tendo em vista a consagração da proteção aos terceiros de boa-fé também em nosso ordenamento, deveria fazer-se presente também aos estudiosos da matéria. Desta feita, uma vez que se permita que a cláusula do objeto social seja escrita de maneira a deixar muito vaga, ou vasta, a atividade desenvolvida pela empresa, o

corolário da proteção dos terceiros de boa-fé poderá beneficiar os administradores inescrupulosos, que não encontrarão limites à sua atuação.

Nesse sentido, a proteção da boa-fé deverá ser pautada sempre pela busca constante da objetividade do comportamento esboçado pelo sujeito que se quer proteger. Ora, é de todo importante que a análise seja empreendida de modo a não pautar essa tutela apenas por um protecionismo que somente atrapalharia as relações negociais.

Tendo em vista que a prova da má-fé, ou, para melhor precisar, da ausência de boa-fé, caberá àqueles que desejam anular o ato praticado em excesso aos limites estatutários, tarefa essa sempre de difícil cumprimento, deve ser exigido do terceiro um mínimo dever de diligenciar acerca da pertinência do ato praticado com o objeto social da sociedade em questão.

Dessa maneira, mais facilmente o equilíbrio entre proteção dos terceiros de boa-fé e proteção do interesse social na correta gestão da sociedade seria estabelecido, porquanto ao invés de simplesmente desvelar-se a provar a má-fé dos terceiros, caberia ao interessado na anulação do ato demonstrar que, se aquele tivesse agido com um mínimo de diligência, comum não apenas aos comerciantes, mas a todos que vão ao comércio, teria percebido a falta de conexão entre o ato praticado e o objeto social da companhia.

Difícilmente, no entanto, acredita-se que essa análise será realizada por qualquer que seja o sujeito responsável pelo controle da regularidade do ato, quando a contraparte recair no rol dos assim considerados hipossuficientes. Ainda assim, por dever que lhe incumbe, aquele que promove a análise deve sim considerar a capacidade do contratante de avaliar a situação, posto que a hipossuficiência possui graus, separando desde os quase incapazes de estabelecer qualquer relação contratual, até aqueles cujo alto poder de barganha os obriga sempre a diligenciar no sentido de verificar quais são as reais possibilidades da contraparte.

Trata-se, pois, de se estabelecer um balanceamento entre a necessária tutela dos interesses dos contratantes de boa-fé, o que, em suma, é exigência que se nos faz o princípio da segurança jurídica das relações interpessoais, e a proteção ao interesse social

público na correta gestão das sociedades de capital, como traço marcante do desenvolvimento econômico.

É com fulcro nesse balanceamento e acordo de interesses que se criou o conjunto de normas referido acima, que serve a limitar a autonomia privada dos agentes de mercado no que respeita à contratação de instrumentos financeiros por parte das companhias abertas.

Dessa forma, se existem normas que obrigam a correta delimitação do objeto social de maneira a deixar transparente a atividade desenvolvida pela empresa, tal não é a função destas normas senão a de deixar claro os limites de risco a que podem se expor essas companhias. Assim, é exatamente com fulcro nesse limite de risco que se constrói a obrigação das instituições que figuram como contraparte destas companhias nas operações envolvendo instrumentos financeiros, de adequá-los à estrutura destas companhias. Como sugestão, as normas deveriam, também, obrigar as instituições financeiras a fazerem anexar à ficha cadastral das companhias abertas suas políticas de gerenciamento de risco.

As normas atinentes à constituição do objeto social e as normas referentes à negociação de instrumentos derivativos para as instituições financeiras são integradas pelas demais regras que exigem a correta divulgação de informações por parte das companhias abertas. Assim, devem ser claramente estabelecidas e documentadas estratégias de gerenciamento e limitação de risco, inclusive definindo os principais riscos para os quais busca proteção, em uma adequada estrutura de governança, cabendo seu monitoramento ao conselho de administração.

Considerando-se o fator protetivo da informação plena e tempestiva, a companhia deverá descrever os principais riscos a que está exposta, bem como apresentar, em nota explicativa, informações sobre instrumentos financeiros derivativos, inclusive divulgando três cenários para melhor orientação de seus investidores.

E, já nas últimas linhas que encerram este trabalho, devem ser mencionados outros assuntos que justificam a importância do respeito às normas referentes ao objeto social como, por exemplo, a questão pertinente às companhias de economia mista, as

quais, em tese, somente poderiam explorar os empreendimentos ou exercer as atividades previstas na lei que autorizou a sua constituição. Dessa maneira, a participação em outras sociedades estaria permitida desde que prevista na lei de criação visando o desenvolvimento regional ou setorial. No caso específico das instituições financeiras de economia mista, ainda, as mesmas poderão participar de outras sociedades desde que observadas as normas estabelecidas pelo Banco Central.

Ainda, seria interessante o estudo envolvendo o concerto de interesses nos grupos de sociedades. Em verdade, certo é que existe expressa disposição de que, na constituição de grupo de sociedades, a convenção firmada entre a sociedade controladora e suas controladas deverá indicar a participação em atividades ou empreendimentos comuns ou a combinação de esforços para a realização dos respectivos objetos sociais.

Por fim, e com esteio nesse arcabouço normativo e, ainda, com fundamento no perfil institucional que cerca a companhia, cumpre frisar, mais uma vez, que o objeto social constitui-se como primeiro anteparo de proteção dos acionistas e de todos aqueles que interagem com a sociedade contra atos abusivos do acionista controlador e dos administradores.

Bibliografia.

Livros:

ABREU, Jorge Manuel Coutinho de. *Do abuso de direito. Ensaio de um critério em direito civil e nas deliberações sociais*. Coimbra: Almedina, 2006.

ACIOLY, Luciana e LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (orgs.). *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil*. Brasília: Ipea, 2011.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e as ações correlatas)*. São Paulo: Saraiva, 2009.

ALVES, José Carlos Moreira. *Direito Romano*, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

ANTUNES, José A. Engrácia. *Os instrumentos financeiros*. Coimbra: Almedina, 2009.

ARAMOUNI, Alberto. *El objeto en las sociedades comerciales*. 3ª ed. Buenos Aires: Editorial Astrea, 2010.

ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BATALHA, Wilson de Sousa Campos. *Comentários à lei das sociedades anônimas: lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BERLE, Adolf A. e MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1968.

BERSTEIN, Peter L. *Against the gods: the remarkable story of risk*. New York: John Wiley & Sons, Inc, 1996.

BERTACCHINI, Elisabetta. *Oggetto sociale e interesse tutelato nelle società per azioni*. Milão: Giuffrè, 1995.

BIANCA, Massimo. *Oggetto sociale ed esercizio dell'impresa nelle società di capitali*. Milão: Giuffrè, 2008.

BOBBIO, Norberto. *O Futuro da Democracia – Uma defesa das regras do jogo*. Trad. Marco Aurélio Nogueira. 3ª ed. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1987.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

_____. *Temas de direito comercial*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1964.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo, séculos XV - XVIII, vol. II, os jogos das trocas*, trad. port. Telma Costa. São Paulo: Martins Fontes, 1996.

BULGARELLI, Waldírio. *Questões de direito societário*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1983.

_____. *Contratos mercantis*. 12ª ed. São Paulo: Atlas, 2000.

CAENEGEM, R. C. Van. *Uma introdução histórica ao direito privado*. 2ª ed., trad. port. Carlos Eduardo Lima Machado. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

CANOTILHO, J. J. Gomes. *Direito constitucional e teoria da constituição*. 7ªed. (reimp.). Coimbra: Almedina, 2003.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. *Estudos de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1999.

CARTAXO, Ernani Guarita. *As pessoas jurídicas em suas origens romanas: evolução e conceito*. Curitiba: Editora Guaíra, 1943.

CARVALHO, Luiz Nelson Guedes de. *Uma contribuição à auditoria do risco de derivativos*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor em Contabilidade, 1996.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 3ª ed. rev., v.6. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1939.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vol. 1. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. vols. 2 e 3. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de e AZEVEDO, Luís André N. de Moura (coords.). *Poder de controle e outros temas de direito societário e mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

CIPOLLA, Carlo M. *História econômica da Europa pré-industrial*. trad. port. Joaquim João Coelho da Rosa. Lisboa: Edições 70, 2000.

COASE, Ronald H. *The firm, the market and the law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. vol. 2. 5ª ed. rev. e atual. de acordo com o novo código civil e alterações da LSA. São Paulo: Saraiva, 2002.

COMPARATO, Fábio Konder. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____ e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de Controle na Sociedade Anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. 3ª ed. rev. e atual. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

CORREIA, Luís Brito. *Os administradores de sociedades anônimas*. Coimbra: Almedina, 1993.

COSTA, Judith Martins. *A boa fé no direito privado – sistema e tópica no processo obrigacional*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

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

CRETELLA Júnior, José. *Anulação do ato administrativo por desvio de poder*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas – hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DE LA VEGA, Joseph. *Confusión de confusiones (1688)*. New York: John Wiley & Sons, 1998.

DE LUCCA, Newton. *Código Civil comentado. Livro II, do direito de empresa*. 6ª ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

_____. *Da ética geral à ética empresarial*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DE ROOVER, Raymond. *The Medici bank: its organization, management, operations, and decline*. New York: New York University Press, 1948.

DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária*. Tese apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor, 2007.

DINIZ, Maria Helena. *Tratado teórico e prático dos contratos*. 4ª ed. ampl. e atual. de acordo com o novo Código Civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002), São Paulo: Saraiva, 2002.

EIZIRIK, Nelson. *Temas de direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

_____. *A Lei das S/A Comentada*. 3 vols. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

ESPÍRITO SANTO, João. *Sociedades por quotas e anónimas – Vinculação objecto social e representação plural*. Coimbra: Almedina, 2000.

FERRARA, Francesco. *Trattato de diritto civile italiano*. Roma: Athenaeum, 1921.

FERRARESE, Maria Rosaria. *Diritto e mercato*. Torino: Giappichelli, 1992.

FERRARO, Bruno. *Delle società*. Pádua: CEDAM, 1989.

FERREIRA, Waldemar. *Instituições de direito comercial. O estatuto do comerciante e da sociedade mercantil*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1951.

_____. *O direito público colonial do Estado do Brasil sob o signo pombalino*. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1960.

FONSECA, Arnaldo Medeiros da. *Caso fortuito e theoria da imprevisão*. Rio de Janeiro: Typ. do Jornal Commercio Rodrigues & C., 1932.

FORBES, Luiz F. *Mercados futuros: uma introdução*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias & Futuros, 1994.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

_____. *Teoria geral dos contratos empresariais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Conflito de interesses nas Assembleias de S/A*. São Paulo: Malheiros, 1993.

GALGANO, Francesco. *História do direito comercial*, trad. port. João do Espírito Santo. Lisboa: Editores, 1980.

_____. *Lex mercatoria*. Bolonha: Il Mulino, 2001.

GARRIGUES, Juan Bolás Alfonso. *Curso de derecho mercantil*. 7ªed. Bogotá: Temis, 1987.

GOETZMANN, William N. e ROUWENHORST, Geert editores. *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*. New York: Oxford University Press, 2005.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 24ª ed. Atualização e notas por Humberto Theodoro Júnior. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

GOWER, L.C.B., DAVIES Paul L. *The principles of modern company law*. 7ª ed. 2º imp. London: Steve & Maxwell, 2005.

GRAU, Eros Roberto e FORGIONI, Paula A. *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005.

HEILBRONER, Robert L. *The making of economic society*. New Jersey: Prentice-Hall, 1962.

HULL, John. *Introdução aos mercados futuros e de opções*. Trad. Orlando Saltini. 5ª ed. São Paulo: BM&F e Cultura, 1998.

IHERING, Rudolf Von. *A finalidade do direito*. Trad. José Antônio Faria Correa. 2 vols. Rio de Janeiro: Ed. Rio, 1979.

IRTI, Natalino. *L'ordine giuridico del mercato*. Roma: Latenza, 2004.

JAEGER, Pier Giusto e DENOZZA, Francesco. *Appunti di diritto commerciale*. vol. 1. 5ª ed. Milão: Giuffrè, 2000.

JOSSERAND, Louis. *De l'esprit des droits et de leur relativité. Théorie dite de l'Abus des Droits*. Paris: Dalloz, 1927.

KNIGHT, Frank Hyneman. *Risk, uncertainty and profit*. 4ª imp. London: The London School of Economics and Political Science, 1940.

LA VILLA, Gianluca. *L'oggetto sociale*. Milão: Giuffrè, 1974.

LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

_____ e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração e modificações (vol. I)*. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

_____ e PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração e modificações (vol. II)*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996.

_____ e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*. vol. I. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LOPES, Alexsandro Broedel, GALDI, Fernando Caio e LIMA, Iran Siqueira. *Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos: CPC 38, CPC 39, CPC 40, OCOC 3, IAS 39, IAS 32, IFRS 37, normas da Comissão de Valores Mobiliários, Banco Central do Brasil e Receita Federal do Brasil*. 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2011.

LOPEZ, Robert S. *The commercial revolution of the middle ages, 950-1350*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades por quotas de responsabilidade limitada*. 5ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2003.

MARCOS, Rui Manuel Figueiredo. *As companhias pombalinas - contributo para a história das sociedades por acções em Portugal*. Coimbra: Almedina, 1997.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas; lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, volume 1: artigos 1º a 105*. 3ª ed., rev. e aument. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

MARTINS, Pedro Baptista. *O abuso do direito e o ato ilícito*. 2ª ed. (refundida). Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1941.

MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. *Da boa fé no direito civil*. Coimbra: Almedina, 2001.

MICKLETHWAIT, John e WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea*. New York: The Modern Library, 2005.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

PACHECO, Pedro Mercado. *El analisis economico del derecho: una reconstruccion teorica*. Madri: Centro de Estudios Constitucionales, 1994.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de capital das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

PINHEIRO, Armando Castelar e SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PIRENNE, Henri. *História econômica e social da idade média*, trad. port. Lycurgo Gomes da Motta. 4ª ed. São Paulo: Mestre Jou, 1968.

REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977.

_____. *Curso de direito comercial*, vol. 1. 11ª ed. São Paulo: Saraiva, 1981.

_____. *Curso de direito comercial*, vol. 2. 12ª ed. São Paulo: Saraiva, 1982.

RIPERT, Georges. *Aspectos jurídicos do capitalismo moderno*. Campinas: Red, 2002.

ROPPO, Enzo. *O contrato*. Trad. port. Ana Coimbra e M. Januário C. Gomes. Coimbra: Almedina, 2009.

ROSANVALLON, Pierre. *O liberalismo econômico: história da idéia de mercado*. trad. Antonio Penalves Rocha. Bauru: EDUSC, 2002.

SÁ, Fernando Augusto Cunha de. *Abuso do direito*. Coimbra: Almedina, 2005.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *O contrato futuro*. São Paulo: Cultura, 2000.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006.

SAMPAIO DE LACERDA, J. C. *Manual das sociedades por ações*. 2ª ed. aument. e atual. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos, 1971.

_____. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 1978.

SECURATO, José Roberto. *Decisões financeiras em condições de risco*. São Paulo: Atlas, 1996.

SÉE, Henri. *As origens do capitalismo moderno*, trad. port. Carlos Leite de Vasconcelos. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959.

SICARD, Germain. *Aux origines des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au moyen age*. Paris: Librairie Armand Colin, 1953.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

SILVA NETO, Lauro de Araújo. *Derivativos: definições, emprego e risco*. 4ª ed. 5ª reimpr. São Paulo: Atlas, 2010.

SZTAJN, Rachel. *Futuros e swaps: uma visão jurídica*. São Paulo: Cultural Paulista, 1998.

_____. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.

SWAN, Edward J. *Building the global market: a 4000 year history of derivatives*. London: Kluwer Law International, 2000.

TAVARES, Assis. *As sociedades anônimas: conceitos fundamentais, regime fiscal e para-fiscal*. 3ª ed. Lisboa: Clássica, 1982.

TEIXEIRA, Egberto Lacerda e GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro*. vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1977.

TEIXEIRA, Marco Aurélio. *Mercados futuros: características operacionais*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias&Futuros, 1992.

TOFANETO, Antonio. *Função econômica dos mercados futuros*. São Paulo: Bolsa de Mercadorias de São Paulo, 1989.

TORRE-SHAUB, Marthe. *Essai sur la construction juridique de la catégorie de marché*. Paris: L.G.D.J., 2002.

TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A tutela das minorias nas sociedades anônimas: direitos de minoria qualificada, abuso de direito*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações (comentários ao decreto-lei nº 2627, de 26 de Setembro de 1940)*. 3 vols. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1959.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. vols. 2 e 3. São Paulo: Malheiros, 2008.

WEBER, Max. *The history of commercial partnerships in the middle ages*. Translated and introduced by Lutz Kaelber. New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc., 2003.

_____. *General economic history*. Translated by Frank H. Knight. New York: Dover Publications, Inc., 2003.

_____. *Economia e sociedade: fundamentos da sociologia compreensiva*. trad. Regis Barbosa e Karen Elsabe Barbosa. São Paulo: IOESP, 1999.

WIEACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. trad. port. A. M. Botelho Hespanha. 2ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1980.

WILLIAMSON, Oliver E. *The economic institutions of capitalism*. New York: The free Press, 1985.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

Artigos:

AGUIAR, R.R. A boa-fé na relação de consumo. *Revista de Direito do Consumidor*, Instituto Brasileiro de Política e Direito do Consumidor, RT, vol. 14, abr-jun. 1995.

ARROW, Kenneth J. Insurance, risk and resource allocation. In *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, 1971, pp. 134-143. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1497765>, consultado em 18/08/11.

ASQUINI, Alberto. Una svolta storica nel diritto commerciale. *Rivista del Diritto Commerciale e del Diritto Generale delle Obbligazioni*. Milano, v. XXXVIII, parte prima, 1940.

_____. Perfis da empresa, trad. port. Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, v. 35, nº 104, out./dez. 1996, pp. 109-126.

BADER, Fani Léa C. Derivativos de crédito – uma introdução. *Notas técnicas do Banco Central do Brasil*, nº 20, 2002.

BARBI FILHO, Celso. Apontamentos sobre a teoria *ultra vires* no direito societário brasileiro. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, RF, nº 305, jan./fev. 1989, pp. 23-28.

BARRETO FILHO, Oscar. As operações a termo sobre mercadorias (“Hedging”). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, ano XVII, nº 29, 1978, pp. 11/17.

BERNSTEIN, Lisa. “Opting out of the legal system: extralegal contractual relations in the diamond industry”. *Journal of legal studies*, vol 21, 1992.

BITTENCOURT, Mário Diney Correa. As sociedades comerciais e os atos *ultra vires*. in RT 656/48.

BULGARELLI, Waldírio. Apontamentos sobre a responsabilidade dos administradores das companhias. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XXII, nº 50, abr.-jun. 1983, pp. 75-105.

CARVALHOSA, Modesto. Responsabilidade civil dos administradores das companhias abertas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: RT, v.49, jan./mar. 1983, pp.14-20.

CHIAPPETTA, Francesco. Finanziamento della società per azioni e interesse sociale. *Rivista delle Società*. Milão: dott. A. Giuffrè editore, ano 51, julho-agosto, pp. 668-697.

COELHO, Fábio Ulhoa. Os derivativos e a desvalorização do Real em 2008. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 44, 2009, pp. 75-89.

COELHO, Wilson do Egito. Responsabilidade dos administradores das sociedades por ações em face da nova Lei e da Lei 6.024/74. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 27, ano 8, jan./mar. 2005.

EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: RT, v.56, out./dez. 1984, pp. 47-62.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo código civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, nº 130, ano XLII, abril-junho 2003, pp. 7-38.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Moraes e ADAMEK, Marcelo Vieira von. Vinculação da sociedade: notas críticas ao artigo 1.015 do Código Civil. *Revista do Advogado da AASP* 96, pp. 65-73.

FRONTINI, Paulo Salvador. Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v.26, 1977, pp. 35-49.

GORGA, Érica Cristina Rocha. A importância dos contratos a futuro para a economia de mercado. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XXXVI, nº 112, out.-dez. 1998, pp. 157-248.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Responsabilidade dos administradores de sociedades anônimas. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v.42, 1981, pp. 69-88.

_____. Sobre a interpretação do objeto social. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XXIII, v.54, abr.-jun./1984, pp. 67-72.

HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier e SQUIRE, Richard. *Law and the Rise of the Firm*. set/2005, disponível em:

[http://www.usc.edu/schools/college/crcc/private/ierc/Law and the Rise of the Firm.pdf](http://www.usc.edu/schools/college/crcc/private/ierc/Law%20and%20the%20Rise%20of%20the%20Firm.pdf)., consultado em 16/12/10.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O alcance das limitações estatutárias ao poder de representação dos diretores. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, nº 113/28.

_____. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XIII, 1974, nº 14, pp. 41-60.

_____. Ação social derivada de responsabilidade civil dos administradores. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XXXVI, nº 112, out.-dez. 1998, pp. 127-135.

LOPEZ, Ricardo Sandoval. Acerca del objeto en la sociedad anônima, in *Revista de Derecho*. Concepción: Universidad de Concepción. año LIV, enero-junio/1986, nº 179, pp. 75-82.

McCORNICK, Roger. *Legal risk in the financial markets following the global financial crisis: a UK perspective*, in <http://www.lse.ac.uk/collections/law/projects/lfm/Legal%20risk%20in%20the%20financial%20markets.pdf>. Acesso em julho/2011.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, nº 59, set. 1986, pp. 30-55.

MORAES, Mauro Delphim de. A mudança do objeto da companhia e o direito de recesso. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, Ano XXXI, jan.-mar./1992, nº 85, pp. 57-71.

PINTO JUNIOR, Mário Engler. Jurisprudência. RE 104.895 – RS – 2ª T. – j. 17.6.86 – re. 17.6.86 – rel. Min. CARLOS MADEIRA, comentado por Mario Engler Pinto Junior. *Revista de Direito Mercantil, Industrial Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, ano XXVI, nº 66, 1987, pp.77-88.

REQUIÃO, Rubens. A sociedade anônima como “instituição”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico, Financeiro*. São Paulo: RT, v.18, 1975, pp. 25-29.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Companhia de capital aberto – Não caracterização da responsabilidade da sociedade quando da prática de ato “ultra vires”, com quebra direta do estatuto social. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, nº 109, 1998, pp. 237-257.

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

_____. “Societas” com relevância externa e personalidade jurídica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, nº 81, jan./mar. 1991, pp. 66-78.

SENTÍS, Luis Campo. Estudio sobre expresion estatutaria del objeto social em las sociedades anônimas. *Revista de Derecho Privado*. Madri: Ediciones Gráficas Ortega, abril de 1991, pp. 296-304.

SIMIONATO, Frederico Augusto Monte. O interesse social como interesse da empresa em si. *Revista de Direito Empresarial*. Curitiba: Editora Afiliada, nº 2, jul.-dez./2004, pp. 9-22.

WALD, Arnold. O interesse social no Direito Privado. *Revista Jurídica*. Porto Alegre: Notadez, ano 53, dez./2005, nº 338, pp. 9-21.